

机械设备

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

泵业千亿规模迎头部集中趋势

投资看点

水泵属于被低估的千亿规模市场，行业估值处于底部区间，格局分散有望加速集中。国内制造业回暖&万亿国债&设备以旧换新政策积极创造内需，海外地产回暖&库存周期拐点有效拉动外需，双向利好泵业发展。

➤ 市场空间：具有千亿市场规模的通用设备

2024年全球水泵行业市场规模预计达到4600亿元，同比增速约6%，其中中国水泵市场空间约2360亿元。此外，中国是全球水泵最大的供应商，得益于国内产品以出口为主&高性价比优势，2023年中国水泵产量的全球占比预计超过30%。其中，中国水泵出口主要以欧美发达国家为主，其次是中东、非洲、东南亚等新兴国家。

➤ 内需：制造业回暖&政策加码节能泵更新替换

2024年3月中国制造业PMI时隔6个月重返扩张区间，收于50.8；4月收于50.4，保持在扩张区间；5月/6月均收于49.5，有所回落，主要系前期高基数&当期需求不足影响。我们认为5月/6月生产指数收于50.8/50.6，仍高于临界点，表明生产增速虽有所放缓但仍保持上升势头。此外，万亿国债&以旧换新政策加速不锈钢泵对传统铸铁泵的更新替换，我们认为节奏上以央国企为主导，下游客户央国企占比高的设备商率先受益。

➤ 外需：美国地产回暖&库存拐点拉动需求

2024年2月全球制造业PMI时隔17个月重返扩张区间，至今持续4个月；发达经济体中，美国制造业PMI回升幅度较大，至今持续6个月，且成屋和新屋销售呈波动上升趋势。我们看好美国地产回暖，预期有效拉动卫浴泵等家居建材消费。从库存角度，中国出口美国建筑建材同比增速2024年2月转正，但美国建筑建材行业仍在加速去库，我们认为美国需求旺盛，当前为被动去库末期，或即将进入补库周期。

➤ 竞争格局：国内CR10约15%正加速对标国外提升集中度

海外产品定位中高端，竞争集中度高，CR10市场份额约50%，包括美国赛莱默12%、日本荏原8%、丹麦格兰富8%等。国内产品定位中低端，竞争格局分散，CR10约15%，包括中金环境2.1%、大元泵业0.8%、凌霄泵业0.6%等。当前国内头部企业正在加速拓展中高端产品，有望凭借规模效应和技术壁垒淘汰尾部企业，头部集中趋势加快。

➤ 投资建议：看好千亿赛道龙头份额集中

内外需共振，水泵千亿市场规模有望持续扩容，集中度趋势利好头部供应商。推荐【凌霄泵业】塑料卫浴泵龙头，受益于美国地产回暖&主动补库周期；【中金环境】不锈钢泵龙头企业，受益于万亿国债和以旧换新政策。

风险提示：泵类行业需求不及预期，行业产能释放不及预期。

相对大盘走势



作者

分析师：刘晓旭

执业证书编号：S0590524040006

邮箱：xxliu@glsc.com.cn

联系人：蒙维洒

邮箱：mengws@glsc.com.cn

相关报告

1、《机械设备：锂电化+国际化双引擎驱动叉车行业发展》2024.07.11

2、《机械设备：我国挖掘机行业内需回暖态势明显》2024.06.10

投资聚焦

核心逻辑

泵是仅次于电机的第二大常用的工业设备，预计 2024 年全球水泵行业市场规模预计达到 4600 亿元，其中中国水泵市场空间约 2360 亿元，全球占比约 50%。我国是全球水泵的最大供应商，全球占比预计超过 30%，其出口以欧美国家为主，其次是中东、非洲、东南亚等新兴国家。2024 年国内制造业回暖&万亿国债&设备以旧换新政策积极创造内需，美国地产回暖&库存周期拐点有效拉动外需，双向利好泵业发展。国内泵业大而分散，CR10 约 15%，当前头部企业正在加速拓展中高端产品，有望凭借规模效应和技术壁垒淘汰小型企业，头部集中趋势加快。

不同于市场的观点

(1) 内需方面，市场部分观点认为：2024 年 6 月中国制造业 PMI 收于 49.5，制造业景气水平重新跌入收缩区间，恢复趋势不明朗。**我们认为：**2024 年 6 月制造业景气水平有所回落主要是受前期制造业增长较快的高基数，以及有效需求不足等因素影响；但是从生产指数来看，6 月收于 50.6，环比下降 0.2 个百分点，仍高于临界点，表明制造业生产增速有所放缓，但仍保持上升势头。

(2) 外需方面，市场部分观点认为：美联储目前仍将维持紧缩的货币政策立场，降息预期推迟，外需回暖趋势不明朗。**我们认为：**短期来看，美国降息预期再度落空利空外需，高利率环境仍对美国地产有所压制，但是我们长期看好全球制造业 PMI 回升以及美国地产回暖趋势。从全球制造业 PMI 指数来看，发达经济体中，美国制造业 PMI 重返枯荣线 6 个月（2024 年 6 月收于 51.6，高于预期 0.6 个百分点）；新兴经济体中，多数国家处于扩张区间，印度、俄罗斯、巴西、墨西哥、越南 5 月和 6 月制造业 PMI 均高于荣枯线，反映全球生产、加工需求回暖。

投资看点

(1) 短期：国内制造业复苏、美国地产回暖以及印度、俄罗斯、巴西、墨西哥、越南等新兴国家的需求拉动。

(2) 中期：国内竞争格局重塑，市场集中趋势加速，利好头部供应商。

(3) 长期：国际竞争格局重塑，国内品牌实现技术突破，进军海外高端市场，以制造业本土&高性价比优势抢占国外市场份额。

正文目录

1. 市场空间：泵为第二大通用设备，具备千亿市场规模	5
1.1 2024年中国水泵市场空间约2360亿元	5
1.2 中国泵业出口以欧美为主&新兴国家为辅	7
2. 市场需求：内需与外需共振，水泵需求增长强劲	9
2.1 内需：制造业回暖&水利基建加速节能泵更新替换	9
2.2 外需：美国地产回暖&主动补库周期拉动海外需求	11
3. 竞争格局：国内行业大而分散，加速对标国外高集中度	15
3.1 国外：市场集中度高，CR10约50%	15
3.2 国内：市场竞争格局分散，CR10约15%	19
4. 投资建议：看好受益于内外需共振的千亿赛道龙头份额集中	21
6. 风险提示	25

图表目录

图表 1：泵中约50%-60%为叶片式离心泵	5
图表 2：电机是水泵中成本最高的核心部件	6
图表 3：漆包线和硅钢片的成本占比约70%	6
图表 4：能源化工和电力是下游最大应用领域	6
图表 5：2024年全球水泵市场空间约4600亿元	7
图表 6：2024年中国水泵市场空间约2360亿元	7
图表 7：2023年我国泵行业产量14500万台	8
图表 8：离心泵<10000转/分的出口数量为进口的20倍	8
图表 9：离心泵<10000转/分出口单价约为进口1/7倍	8
图表 10：我国离心泵最大出口贸易地为美国（万美元/月）	9
图表 11：2024年6月中国制造业PMI有所回落	9
图表 12：2024年6月的生产指数仍高于临界点	9
图表 13：2023年全年水利建设投资12000亿元	10
图表 14：节能泵相关支持政策	11
图表 15：全球制造业PMI在收缩17个月后首次回升	12
图表 16：主要发达经济体中美国制造业PMI回升较大	12
图表 17：新兴经济体制造业PMI多处于荣枯线以上	12
图表 18：2024年美国制造业PMI重返枯荣线	13
图表 19：2024年美国成屋和新建住房销量波动上升	13
图表 20：30年期抵押贷款利率预期回落	13
图表 21：美国当前处于被动去库存阶段	14
图表 22：建筑材料等地产强相关行业有补库迹象（零售商情况）	14
图表 23：美国进口中国建筑建材金额2024年5月份降幅收窄	15
图表 24：2023年国内泵企业国外营收情况	15
图表 25：2023年泵企业国外毛利率普遍高于国内	15
图表 26：2023年全球泵龙头企业销售收入及全球份额	16
图表 27：2023年海外水泵龙头企业CR10约50%	17
图表 28：福斯销售泵以及配套的流量控制产品	17
图表 29：赛莱默主要销售泵的四大解决方案	17
图表 30：近三年泵龙头主要收并购信息汇总	18
图表 31：2023年中国泵龙头企业销售收入及市场份额	19
图表 32：中国企业CR10在全球市场份额约7%	20
图表 33：中国企业CR10在中国市场份额约15%	20

图表 34:	国内头部企业正进军中高端市场	21
图表 35:	国内水泵十大品牌排行榜	21
图表 36:	2022 年利欧股份的工业用泵营收占比约 5%	21
图表 37:	2022 年大元泵业工业屏蔽泵营收占比约 12%	21
图表 38:	2018-2023 年营收/利润 CAGR 为 4%/11%	22
图表 39:	塑料卫浴泵营收占比约 50% (亿元)	22
图表 40:	上市 7 年累计现金分红 18.98 亿元	22
图表 41:	2018-2023 年营收/利润 CAGR 为 4%/-14%	23
图表 42:	亏损的环保业务持续瘦身 (亿元)	23
图表 43:	中金环境主要泵产品及应用领域	24

1. 市场空间：泵为第二大通用设备，具备千亿市场规模

1.1 2024 年中国水泵市场空间约 2360 亿元

泵是仅次于电机的第二大最常用的工业设备，其工作原理是将原动机的机械能转换成液体的动能和势能，用于抽吸、输送流体，或用于提高流体的能量。按照工作原理可分为叶片式、容积式和其他形式。

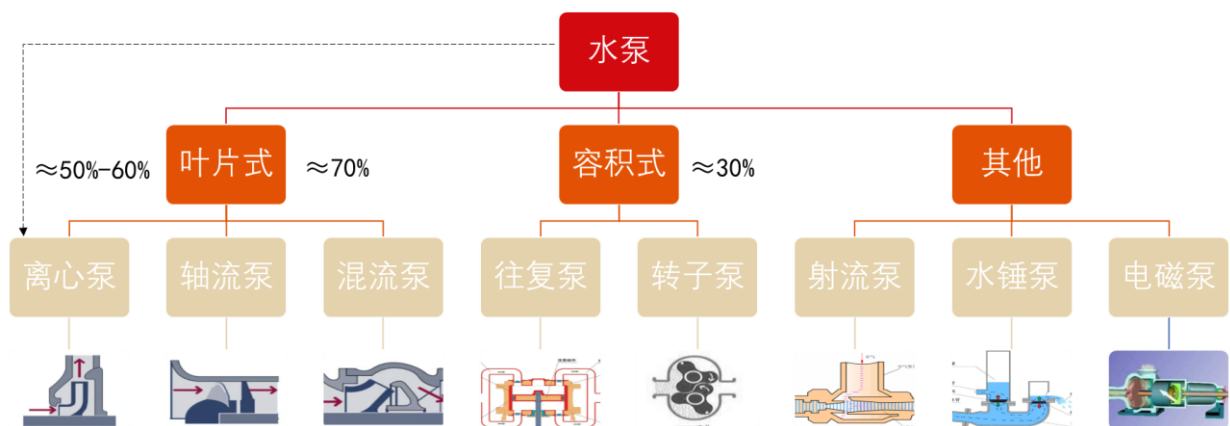
(1) 叶片式，适用于高压力和小流量：依靠叶轮的旋转将能量传递给液体，流量随着压力变化而变化。叶片式一般不具备自吸能力，需要灌引水（泵启动后不能抽除管路的空气吸入液体），适用于低压力和大流量。按照流道结构可分为离心泵、轴流泵、和旋涡泵等。

(2) 容积式，适用于高压力和小流量：依靠容积周期性变化产生能量传递给液体，液体流量几乎不随着压力变化（转速或者泵速不变时）。容积式具有自吸能力，适用于高压力和小流量。按照工作元件的运动形式可分为往复泵和回转泵。

(3) 其他形式：以其他形式传递能量，如射流泵、水锤泵、电磁泵等。

泵中约 70% 为叶片式等动能泵，约 50%-60% 为叶片式离心泵。据美国商务部的数据显示，全部泵的销售额中约 70% 为动能泵（主要是叶片式泵），30% 为容积泵。而离心泵是最常见的叶片式泵，占比约 70%-80%，即离心泵在水泵中占比约 50%-60%。

图表1：泵中约 50%-60% 为叶片式离心泵

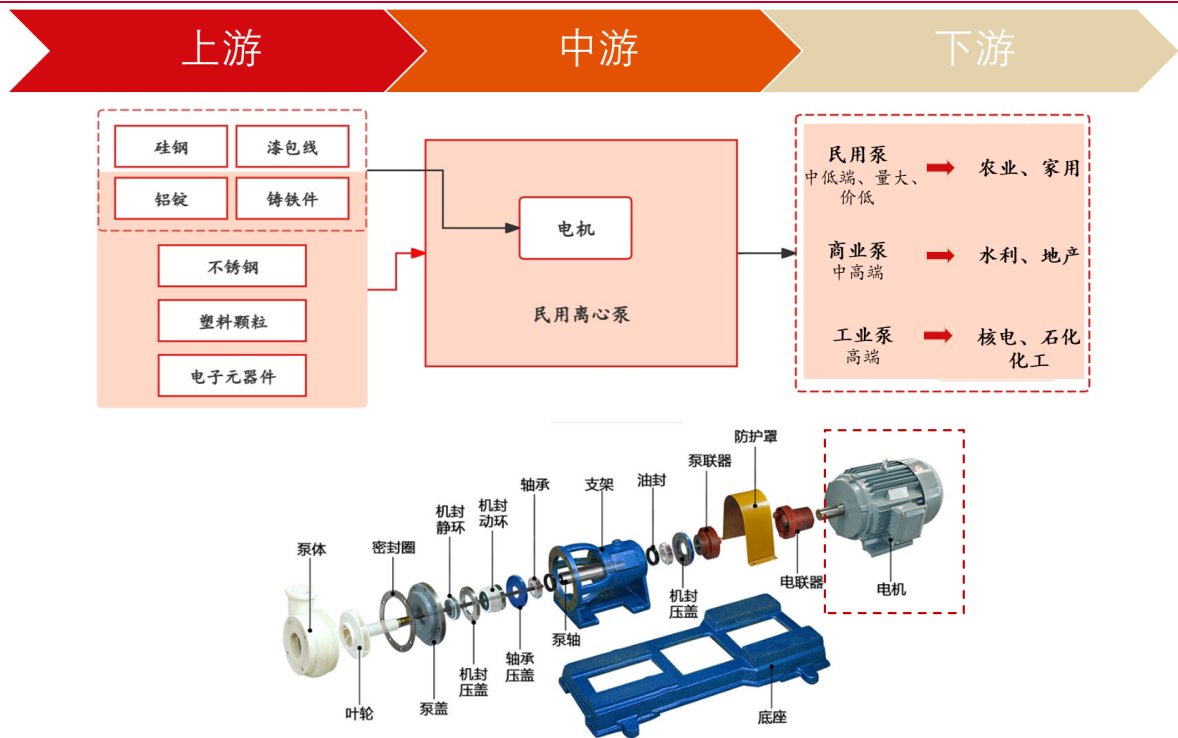


资料来源：HVAC Buddy、国泰泵科，国联证券研究所

电机是泵最重要的核心部件，成本占比约 50%-60%。泵制造行业主要使用漆包线、电缆线、塑料及金属配件等原材料，经过冲压加工、机床精加工、装配形成最终产品。按照凌霄泵业 2016 年原材料采购成本，漆包线和硅钢片在泵中的成本占比最高，分别为 38% 和 32%。而这两种材料主要应用在电机的生产制造中，因此电机在泵中的成本占比最高，也为最重要的核心部件。按照凌霄泵业招股说明书，原材料成本约为泵

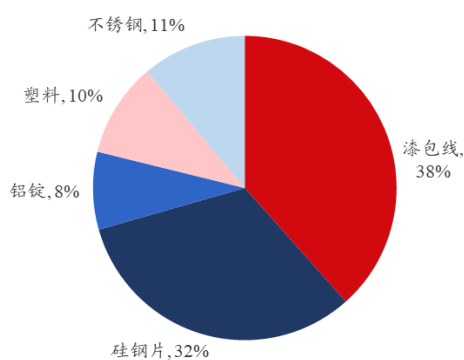
整体的 80%，我们认为约 70%-80%用于电机生产，则电机占泵整体成本约 50%-60%。
从下游市场需求结构来看，能源化工和电力为泵最重要的应用领域，占比分别为 33%和 14%，其需求变化对泵行业的影响十分显著。

图表2：电机是水泵中成本最高的核心部件



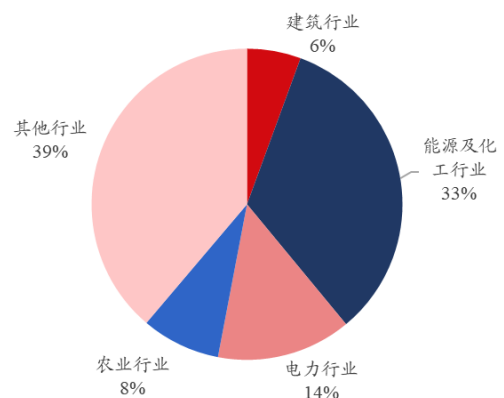
资料来源：智研咨询、全新泵业，国联证券研究所

图表3：漆包线和硅钢片的成本占比约 70%



资料来源：凌霄泵业招股说明书，国联证券研究所

图表4：能源化工和电力是下游最大应用领域

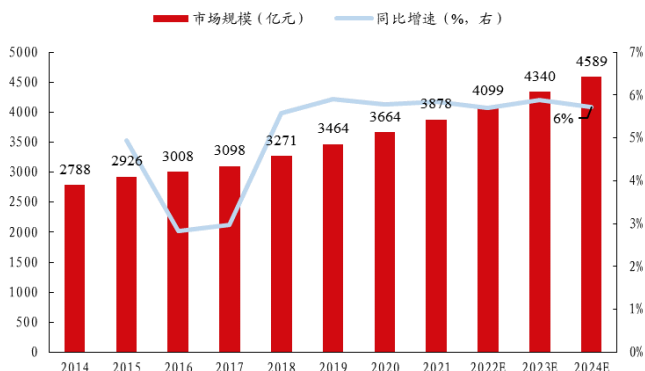


资料来源：智研咨询，国联证券研究所

2024 年中国水泵市场空间约 2360 亿元，全球占比约 50%。随着全球城市化和工业化的不断推进，离心泵在城市基础设施建设中的应用持续增加。根据 Zion Market Research 数据，2022 年全球水泵行业市场规模约 4100 亿元（594 亿美元，按汇率 6.9 计算），预计 2024 年全球水泵行业市场规模预计达到 4600 亿元（665 亿美元），2 年 CAGR 约 6%。与此同时，中国水泵行业市场规模呈现逐年上涨的态势，根据中国

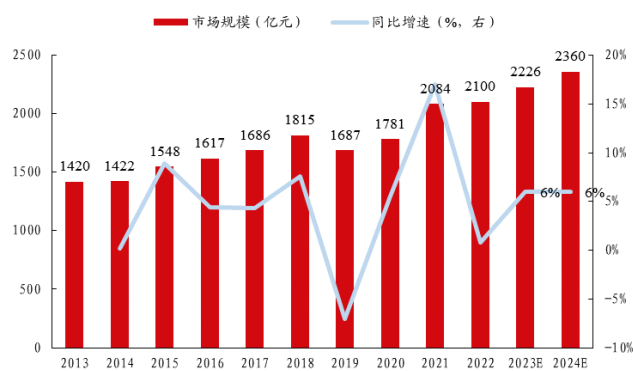
通用机械工业协会，2022 年中国水泵行业市场规模约 2100 亿元，占全球水泵市场空间约 50%。我们假设中国水泵市场空间的年复合增速与全球相近，预计 2024 年中国水泵市场空间约 2360 亿元。

图表5：2024 年全球水泵市场空间约 4600 亿元



资料来源：共研产业研究院，国联证券研究所

图表6：2024 年中国水泵市场空间约 2360 亿元



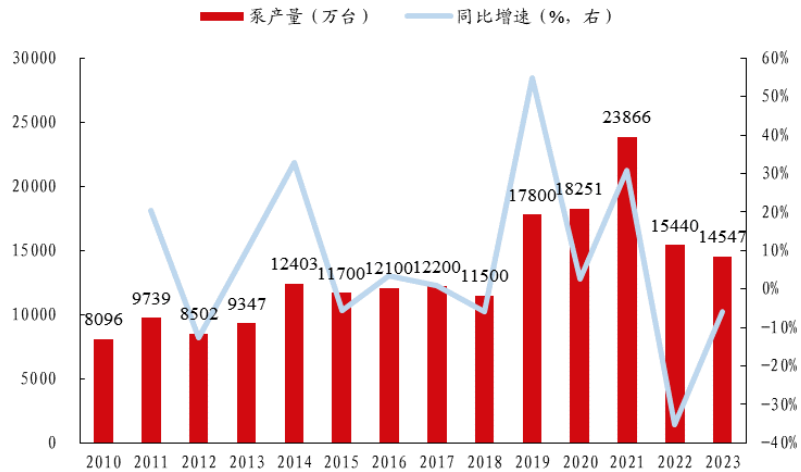
资料来源：中国通用机械协会、华经产业研究院，国联证券研究所

1.2 中国泵业出口以欧美为主&新兴国家为辅

我国是全球最大的水泵生产基地，且具有高性价比优势，其中离心泵出口单价仅为进口的 1/7。根据中国通用机械工业协会的统计，我国泵行业产量由 2010 年约 8100 万台增长至 2021 年约 23800 万台，期间年复合增长率约 10%。2022-2023 年受海外客户去库存影响且国内外经济形势疲软，2023 年我国泵行业产量约 14500 万台，同比下滑约 6%。根据 QY Research，2017 年中国是全球水泵的最大供应商，占比约 27%，其次是欧洲约 21%。我们认为中国产量的全球占比有望进一步提升，预计超 30%，主要系国内泵产品以出口为主且具有高性价比优势：

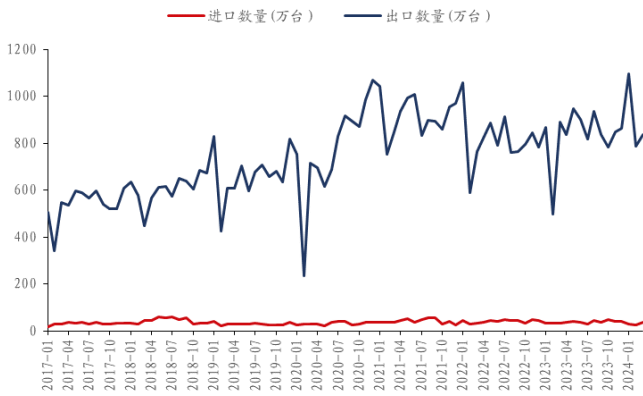
以离心泵（转速<10000 转/分，为主要的离心泵转速）进出口数据为例，我国离心泵以出口为主，2017-2023 年均出口数量约 8800 万台，而平均进口数量约 440 万台，出口数量约为进口的 20 倍。相反的是，我国离心泵的出口单价远低于进口单价，2017-2023 年均出口单价约 180 元/台，平均进口单价约 1400 元/台，出口单价约为进口的 1/7。

图表7：2023年我国泵行业产量14500万台



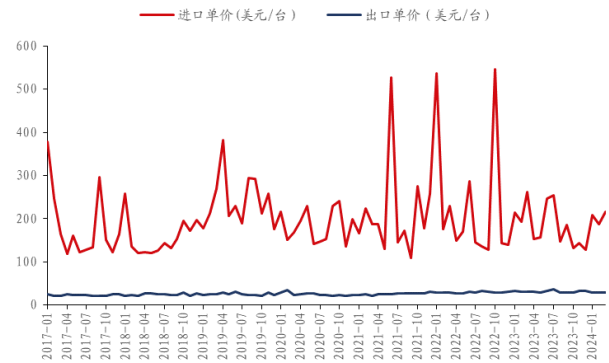
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：离心泵<10000转/分的出口数量为进口的20倍



资料来源：Wind，国联证券研究所

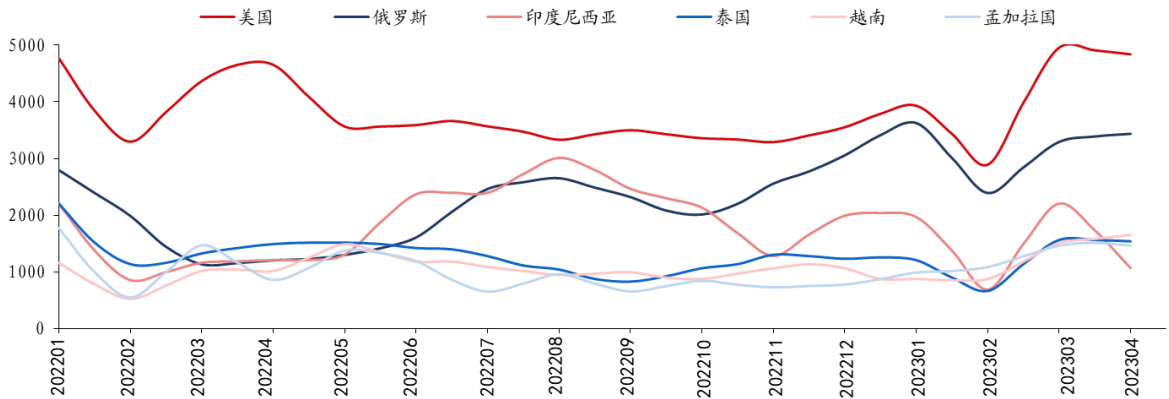
图表9：离心泵<10000转/分出口单价约为进口1/7倍



资料来源：Wind，国联证券研究所

中国水泵出口主要以欧美国家为代表，以及中东、非洲、东南亚等新兴市场。其中离心泵主要出口贸易地为美国、俄罗斯、印度尼西亚等国，2023年1-4月出口额排名前三的贸易地为美国1.66亿美元、俄罗斯1.28亿美元、印度尼西亚0.6亿美元。从市场需求来看，欧美国家是全球中高端泵类产品生产和消费的主要地区，技术认证要求严格，国内出口订单一般为OEM或者ODM；新兴国家出口订单一般为OBM或者ODM。从竞争格局来看，全球龙头企业主要分布在欧美等发达国家，例如丹麦格兰富、美国赛莱默、德国威乐(WILO)、德国KSB、日本荏原(Ebara)等。

图表10：我国离心泵最大出口贸易地为美国（万美元/月）



资料来源：美亚视野，国联证券研究所

2. 市场需求：内需与外需共振，水泵需求增长强劲

2.1 内需：制造业回暖&水利基建加速节能泵更新替换

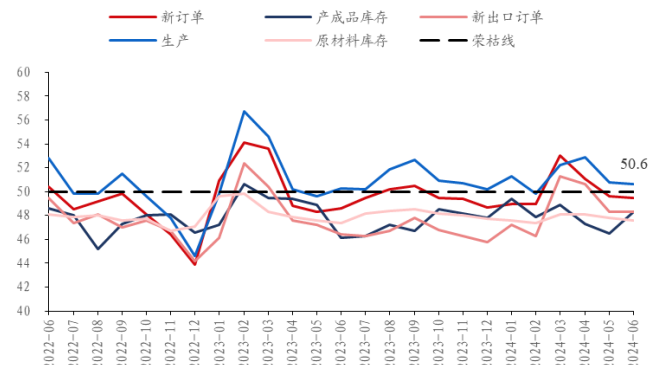
中国制造业 PMI 重返扩张区间，利好泵等通用机械设备。2024 年 3 月中国制造业 PMI 时隔 6 个月重返扩张区间，收于 50.8，环比回升 1.7 个百分点。PMI 逆转收缩趋势主要是因为需求显著回暖：生产指数和订单指数双双回升，分别收于 52.2 和 53.0，环比回升 2.4 和 4.0 个百分点；新出口订单收于 51.3，环比回升 5 个百分点，有效拉动制造业 PMI 重返枯荣线之上。4 月中国制造业 PMI 收于 50.4，保持在扩张区间。5 月/6 月受前期制造业增长较快形成较高基数，分别收于 49.5/49.5，制造业景气水平有所回落；但是从生产指数来看，5 月/6 月分别收于 50.8/50.6，环比下降 2.1/0.2 个百分点，仍高于临界点，表明制造业生产增速有所放缓，却仍保持上升势头。水泵作为制造领域的第二大通用设备，有望受益于制造业整体回暖。

图表11：2024 年 6 月中国制造业 PMI 有所回落



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：2024 年 6 月的生产指数仍高于临界点



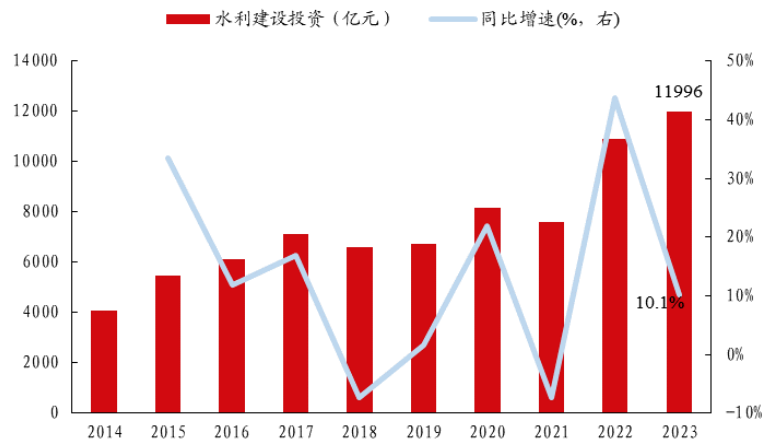
资料来源：Wind，国联证券研究所

万亿国债加速推进重大水利基建，利好节能泵的更新替换。近年来，现代化水利

基础设施体系加快构建，2023 年全年水利建设投资约 12000 亿元，较 2022 年增长 10%。2023 年第四季度中央财政增发万亿国债，重点支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力，其中水利基建是重中之重（占比约 50%）。过去的水利基建中大多使用传统的铸铁泵，单价便宜但能耗较高。基于万亿国债“高效节能”的改造目标，不锈钢泵作为新型节能泵有望充分受益。不锈钢泵的水力效率更高，比同类铸铁泵省电约 10%~20%，万亿国债或可以弥补其略高的成本（比同类铸铁泵贵 20%~30%）。与此同时，不锈钢泵在存量市场中的占比不到 1/3，具有较大替换空间。

水利基建的更新替换以央国企为主导，水利市政行业关乎国计民生，基本被央国企垄断。因此我们认为，本轮设备更新替换将以央国企为主导，下游客户中央国企占比高的设备商有望率先受益。

图表13：2023 年全年水利建设投资 12000 亿元



资料来源：Wind、水利部，国联证券研究所

国家以旧换新政策叠加更新替换周期，节能泵有望加速替换。2024 年 2 月 23 日《政府工作报告》拟推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，鼓励和推动消费品以旧换新。3 月 27 日，工信部、国家发展改革委等七部门近日联合印发《推动工业领域设备更新实施方案》，以提高技术、降低能耗、排放为导向，促进产业向绿色、低碳、可持续方向发展。在国家政策和替换周期的双重驱动下，绿色节能的不锈钢泵有望加速替代传统的铸铁泵。

图表14：节能泵相关支持政策

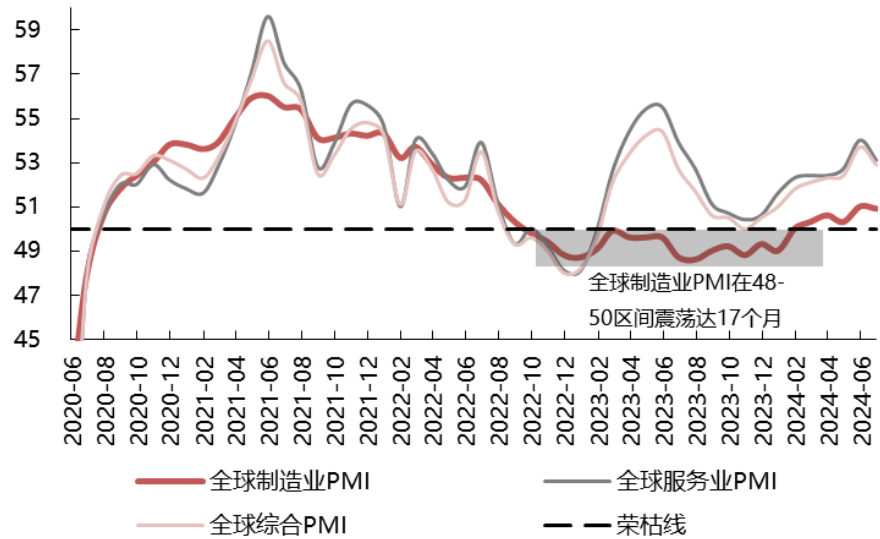
时间	政策	部门	主要内容
2024.03	《推动工业领域设备更新实施方案》	工信部等	以提高技术、降低能耗、排放为导向,促进产业向绿色、低碳、可持续方向发展
2024.02	《政府工作报告》	国务院	推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造,鼓励和推动消费品以旧换新
2021.01	《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》	国务院	发展节水农业和旱作农业,实施农村供水保障工程,加强中小型水库等稳定水源工程建设和水源保护等
2019.10	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	发改委	将“农村饮水安全工程”、“灌溉排水泵更新改造工程”等列入鼓励类目录
2018.11	《战略性新兴产业分类(2018)》	国家统计局	将“水泵设备(能效等级为1、2级)”列入战略性新兴产业重点产品和服务
2015.01	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》	国务院	加快大中型灌区续建配套与节水改造,加快推进现代灌区建设,扩大节水灌溉设备购置补贴范围
2012.09	高效节能惠民工程	国务院	350亿推广台式计算机等8大类消费品,高效电机、风机、水泵、压缩机、变压器共5大类工业产品

资料来源：中国政府网、国家发展和改革委员会、智研咨询，国联证券研究所

2.2 外需：美国地产回暖&主动补库周期拉动海外需求

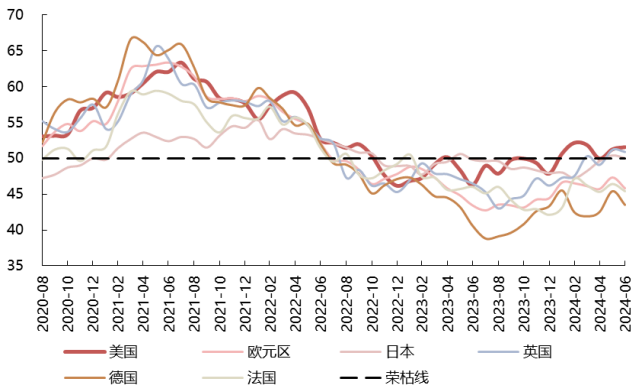
全球制造业 PMI 在连续收缩 17 个月后恢复，发达经济体中美国回升幅度较大。在全球发达经济体先后进入加息周期后，全球经济降温，制造业 PMI 持续低于荣枯线，但相对有韧性。在经历了长达 17 个月位于 48-50 区间震荡后，全球制造业 PMI 于 2024 年 2 月回升至荣枯线之上，收于 50.3，并连续 4 个月保持复苏态势。根据摩根和标普发布的数据，6 月全球制造业 PMI 收于 50.9。分国家来看，发达经济体中美国制造业 PMI 回升幅度较大，2024 年 1 月至 6 月连续位于扩张区间，6 月制造业 PMI 收于 51.6。新兴经济体中，多数国家处于扩张区间，印度、俄罗斯、巴西、墨西哥、越南 4 月和 5 月制造业 PMI 均高于荣枯线，反映全球生产、加工需求回暖。

图表15: 全球制造业 PMI 在收缩 17 个月后首次回升



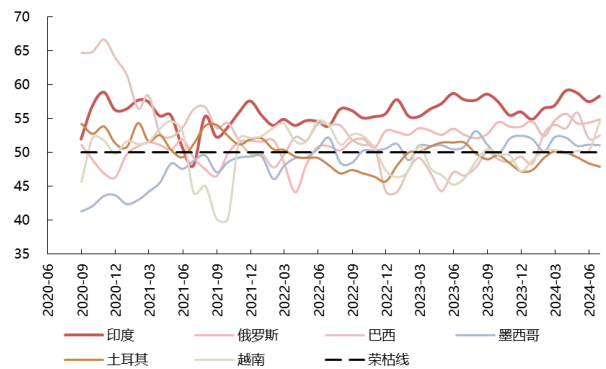
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表16: 主要发达经济体中美国制造业 PMI 回升较大



资料来源: Wind, 国联证券研究所

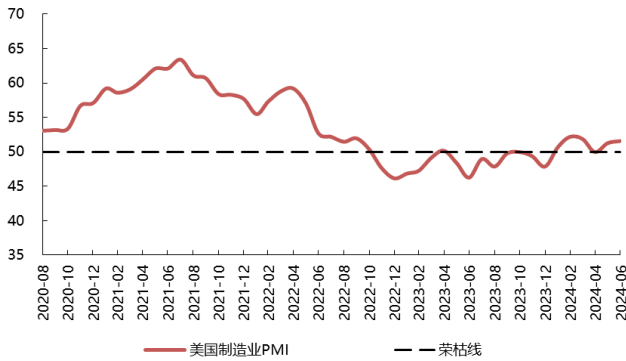
图表17: 新兴经济体制造业 PMI 多处于荣枯线以上



资料来源: Wind, 国联证券研究所

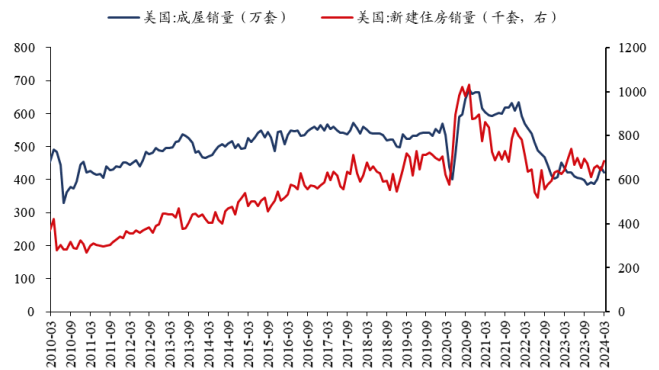
美国的制造业 PMI 重返荣枯线 6 个月，成屋和新屋销售量波动上升。美国制造业 PMI 自 2022 年 10 月份以来，连续 14 个月处于收缩区间，其修复曲线自 2023 年下半年开始触底回升，于 2024 年 1 月重返荣枯线。根据最新经济数据，美国 6 月制造业 PMI 上升至 51.6（高于预期 0.6 个百分点），目前已经连续 5 个月位于扩张区间，长期复苏趋势明朗。根据美国新建住房和成屋销售量，2023 年 12 月新建住房销售量开始反弹，销量约 650 千套，环比增长约 7%；2024 年 1-3 月销量波动上升，3 月达到 665 千套，环比增长约 5%。与此同时，2024 年 1 月成屋销售量也开始回升，销售达到 400 万套，环比增长约 3%；2 月销量 438 万套，环比增速高达 10%；3 月因高基数影响以及需求放缓，增速略有下降，销量为 442 万套，环比增速约-4%。

图表18: 2024年美国制造业PMI重返枯荣线



资料来源: Haver、Wind, 国联证券研究所

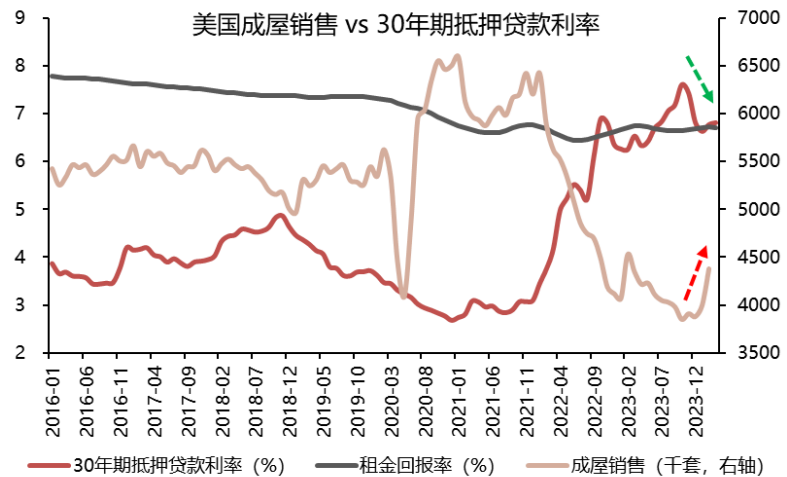
图表19: 2024年美国成屋和新建住房销量波动上升



资料来源: Wind, 国联证券研究所

30年期抵押贷款利率预期回落, 美国部分银行已经开始降息操作, 房地产回暖确定性较强。根据市场预期, 未来美联储将较大概率降息。从地产销售来看, 2023年末以来, 30年期抵押贷款利率跟随美联储降息预期回落, 融资成本改善带动美国1-2月成屋销售回暖。从市场反应来看, 部分银行已经开始降息操作。例如, 高盛旗下消费银行马库斯三年来首次降低了其高收益储蓄账户的利率, 将年利率从3月份的4.5%下调至4.4%。美国运通将其高收益储蓄账户利率从4.35%下调至4.30%。美国地产销售同利率相关性较高, 降息有望拉动地产以及家居建材消费。

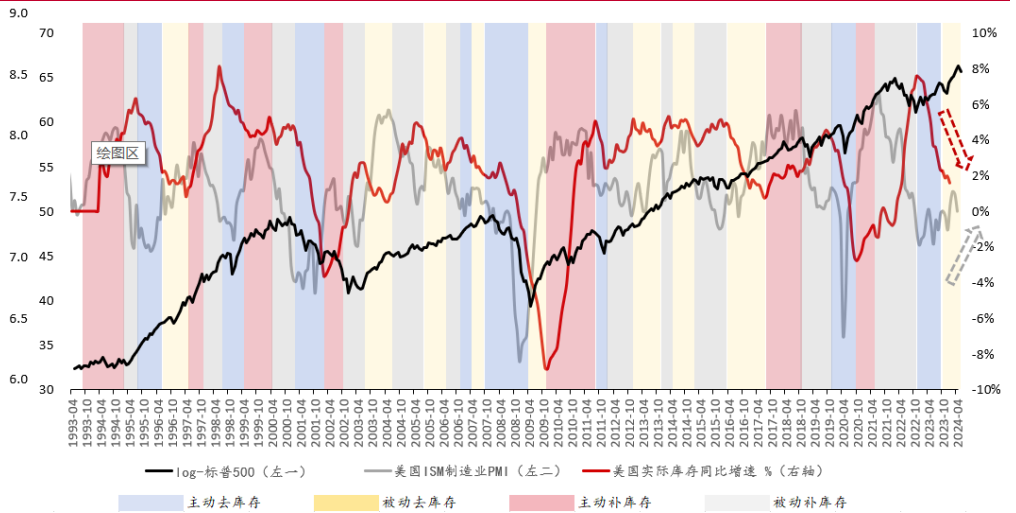
图表20: 30年期抵押贷款利率预期回落



资料来源: Haver, 国联证券研究所。注: 租金回报率=年租金/房价。

从库存角度, 美国整体处于被动去库存阶段。2022年9月以来, 美国实际库存同比增速高位回落, 正式步入去库存阶段。2023年6月美国PMI数据企稳回升, 需求有所回暖, 同期美国库存水平持续下降, 步入被动去库存阶段且持续至今。

图表21：美国当前处于被动去库存阶段



资料来源：Haver、Wind，国联证券研究所

我们认为美国建筑材料行业去库较为彻底，或即将进入主动补库周期。

(1) 美国建筑建材仍然加速去库。从美国零售细分行业来看，大部分行业均已到达库存周期底部。与地产周期有关的家具陈设、电子产品和电器、建筑材料和园林设备等库存同比增速历史分位数（1998年以来）均已低于25%，其中2024年4月库存增速历史分位数为2.2%。

(2) 中国出口美国建筑建材同比增速向好。从中国出口美国建筑建材金额来看，2022H1出口美国建筑建材金额同比正增长，但2022H2至2023年均同比下滑。与之相关的凌霄泵业2022H1海外收入同比上涨36%，但2022H2同比下降50%，2023年海外收入同比下滑25%，其收入增速整体趋势与建筑建材出口数据基本保持一致。

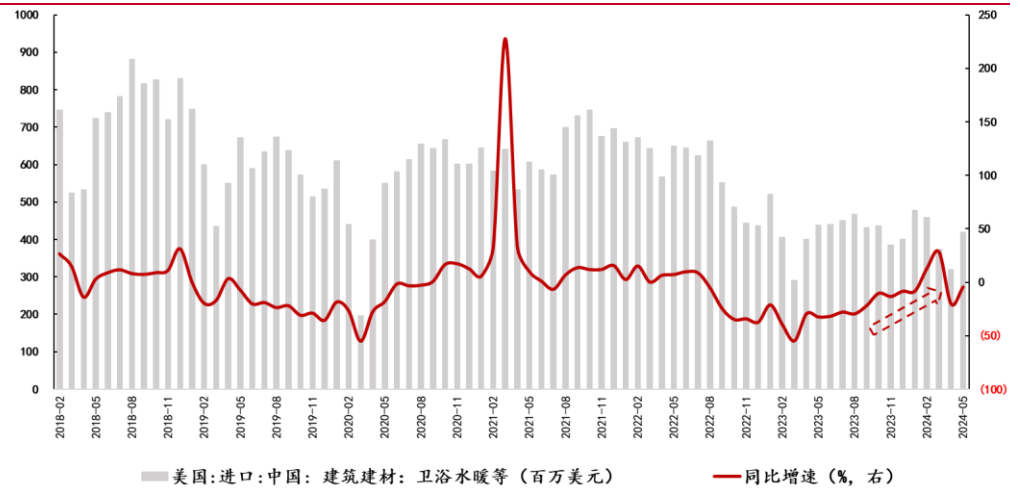
2024年1-3月，中国出口美国建筑建材同比增速持续向好，4月有所回落，但5月份降幅明显收窄。与此同时，美国建筑建材行业仍在加速去库，2024年4月库存增速历史分位数为2.2%。我们认为美国需求旺盛，当前为被动去库末期，或即将进入主动补库周期。

图表22：建筑材料等地产强相关行业有补库迹象（零售商情况）

行业	库存占比	实际库存同比增速													2024年4月库存同比增速分位数	1998年至今实际库存同比增速变动情况	
		2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	2023/11	2023/12	2024/01	2024/02	2024/03			2024/04
零售商	100%	11.6%	10.6%	10.0%	8.4%	7.5%	7.5%	7.8%	7.9%	7.4%	7.3%	2.2%	2.7%	1.6%	2.4%	27.8%	
汽车及零部件	32%	23.0%	26.3%	28.5%	26.3%	23.4%	22.9%	21.8%	23.7%	24.6%	23.3%	19.5%	18.9%	16.4%	16.5%	89.7%	
家具、陈设、电子产品和电器	4%	-1.1%	-4.2%	-5.8%	-8.5%	-9.1%	-9.1%	-8.4%	-7.1%	-8.5%	-9.8%	-4.6%	-3.3%	-3.6%	1.2%	53.8%	
建筑材料和园林设备及用品	10%	3.3%	1.1%	-1.1%	-2.9%	-5.0%	-4.6%	-4.9%	-5.5%	-6.3%	-6.4%	-6.2%	-5.1%	-3.5%	-8.3%	2.2%	
食品和饮料商店	8%	9.4%	6.1%	5.3%	5.1%	4.9%	3.8%	3.6%	1.8%	1.0%	1.6%	-3.5%	-3.4%	-6.1%	-4.3%	0.3%	
服装及服饰配件专卖店	7%	16.5%	12.5%	10.9%	6.6%	7.6%	6.6%	8.9%	8.1%	6.8%	6.2%	-3.1%	-3.6%	-6.4%	-4.3%	10.2%	
日用品商场	12%	-2.5%	-4.4%	-4.5%	-5.3%	-5.5%	-5.6%	-3.9%	-3.4%	-3.8%	-3.3%	-5.3%	-5.1%	-5.1%	-3.5%	11.8%	
百货公司	3%	-4.5%	-6.5%	-7.7%	-8.6%	-9.0%	-8.6%	-7.4%	-6.6%	-7.2%	-4.6%	-8.7%	-8.3%	-8.8%	-5.5%	25.6%	
其他百货	10%	-1.9%	-3.8%	-3.5%	-4.3%	-4.5%	-4.8%	-2.8%	-2.4%	-2.7%	-3.0%	-4.4%	-4.2%	-4.1%	-3.0%	7.6%	
其他零售	27%	13.6%	12.3%	10.1%	8.8%	8.6%	9.2%	9.7%	9.0%	7.1%	6.5%	-3.3%	-2.1%	-2.7%	-0.8%	8.3%	
零售除汽车及零部件	68%	7.7%	5.5%	4.1%	2.6%	2.2%	2.3%	3.1%	2.6%	1.4%	1.2%	-4.2%	-3.5%	-4.1%	-3.1%	7.0%	

资料来源：Haver、Wind，国联证券研究所

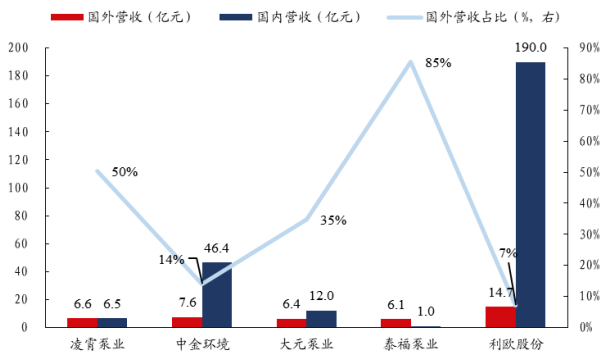
图表23：美国进口中国建筑建材金额 2024 年 5 月份降幅收窄



资料来源：Wind，国联证券研究所

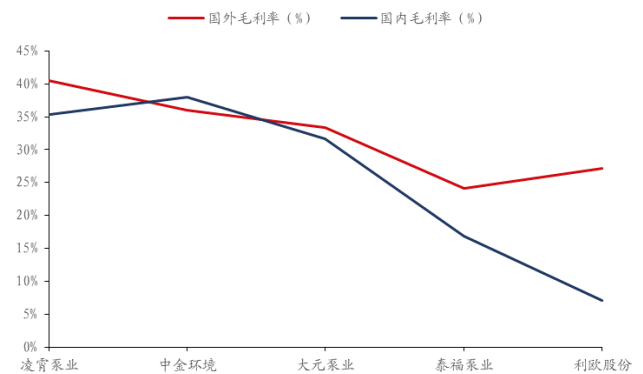
凌霄泵业最先受益于美国出口景气度回升，其次是中金环境。国内泵龙头企业主要包括利欧股份、中金环境、凌霄泵业、大元泵业、泰福泵业，2023 年海外营收分别为 14.7、7.6、6.6、6.4、6.1 亿元，营收占比分别为 7%、14%、50%、35%、85%，海外毛利率普遍高于国内毛利率。其中利欧股份主要出口欧洲；中金环境泵主要出口东南亚、欧洲；凌霄泵业主要出口美国、欧洲；大元泵业主要出口美国、韩国、东南亚、欧洲等；泰福泵业主要出口孟加拉国、美国等。在全球制造业回暖、美国房地产行业景气回升、美国建筑建材进入主动补库三重利好因素下，我们认为凌霄泵业（塑料卫浴泵龙头，主要出口美国）率先受益，其次是中金环境。

图表24：2023 年国内泵企业国外营收情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表25：2023 年泵企业国外毛利率普遍高于国内



资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 竞争格局：国内行业大而分散，加速对标国外高集中度

3.1 国外：市场集中度高，CR10 约 50%

特征一：市场集中度高，产品定位中高端。

国外水泵龙头企业 CR10 约 50%，主要集中在高端市场。全球有数千家离心泵生产企业，主要集中在以美国为代表的美洲地区，以德国、英国为代表的欧洲地区和以中国、日本为代表的亚洲地区三大板块。如丹麦的格兰富（Grundfos）、德国的凯士比（KSB）、法国威乐（Wilo）、日本的荏原（EBARA）等。根据 McIlvaine 公司《泵业市场资讯》，目前全球水泵行业的 CR10 市场份额约 50%，且以海外厂商为主。从 2023 年全球泵龙头企业销售收入以及全球市场规模可以得到一致的结论：

(1) 根据共研产业研究院数据，预计 2023 年全球水泵行业市场规模约 4340 亿元（630 亿美元，按汇率 6.9 计算）。

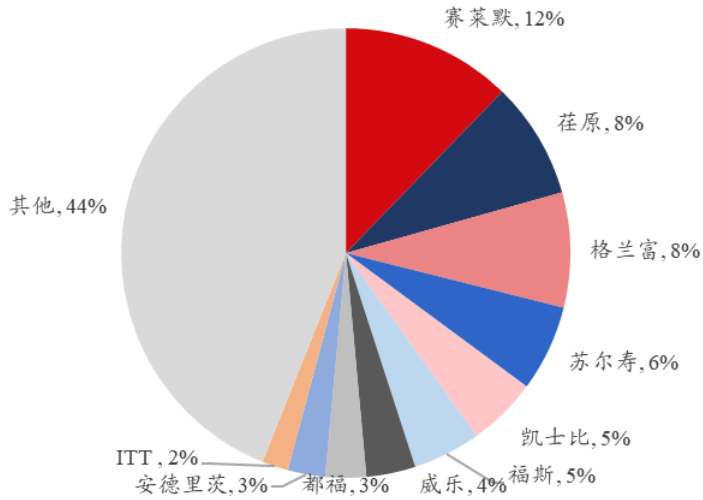
(2) 2023 年全球 CR10 泵企业的销售收入（泵产品）约 2400 亿元，占全球市场份额约 56%。其中全球 CR5 市场份额约 40%，分别为美国赛莱默、日本荏原、丹麦格兰富、瑞士苏尔寿、德国凯士比的 12%、8%、8%、6%、5%。

图表 26：2023 年全球泵龙头企业销售收入及全球份额

公司	国别	收入（亿元）	同比	全球份额	概况
赛莱默（Xylem）	美国	532	33%	12.3%	1901年瑞典，世界上较大的水及污水处理解决方案供应商之一，2011年从ITT集团剥离，业务为水技术解决方案和产品，在沈阳、南京、无锡投资设厂
荏原（Ebara）	日本	364	11.50%	8.4%	1912年成立，离心泵理论的奠基者，目前在中国北京、西安、烟台、青岛等地投资建厂
格兰富（Grundfos）	丹麦	359	4.20%	8.3%	1945年成立，主要产品是循环泵、离心泵和计量泵，世界上最大的循环泵生产制造厂之一；1994年进入中国；2020年营收263亿丹麦克朗
苏尔寿（Sulzer）	瑞士	269	3.20%	6.2%	全球领先的泵生产商之一，专为工程、配置和标准泵送解决方案提供各种产品，以及必要的辅助设备。
凯士比（KSB）	德国	217	9.50%	5.0%	制造泵和阀门，业务包括建筑服务、工业、公用供水事业、能源部门及采矿，在中国有4家分公司
福斯（FLOWERVE）	美国	212	21.40%	4.9%	生产电站、油田开发、原油输送、石油炼制、石油化工、化工及水处理等各个领域的离心泵
威乐（WILLO）	德国	154	10.40%	3.5%	1872年成立，主要产品是空调、供水和污水处理等领域；1995年进入中国；2020年营收14.5亿欧元
都福（DOVER）	美国	127	1.60%	2.9%	旗下流体管理部门的百士吉泵业集团（PSG）致力于双螺杆泵、三螺杆泵以及气动隔膜泵
安德里茨	奥地利	117	15.90%	2.7%	为广泛的应用领域及各种工业研发和生产标准的和定制的离心泵和潜水电机
ITT 公司	美国	82	1.60%	1.9%	公司在全球防卫与安全、水与流体管理、运动与流动控制等关键领域发挥着重要的作用
合计		2433		56.1%	

资料来源：各公司年报、Zion Market Research、泵友圈，国联证券研究所

图表27：2023年海外水泵龙头企业CR10约50%

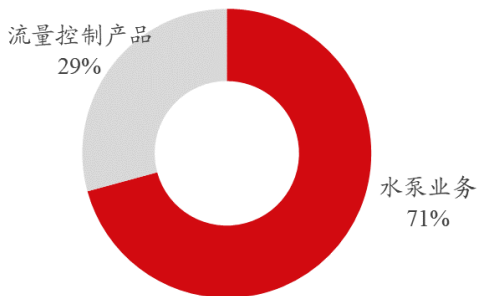


资料来源：各公司年报、Zion Market Research、泵友圈、国联证券研究所

特征二：龙头企业不局限于泵，而是侧重一体化布局。

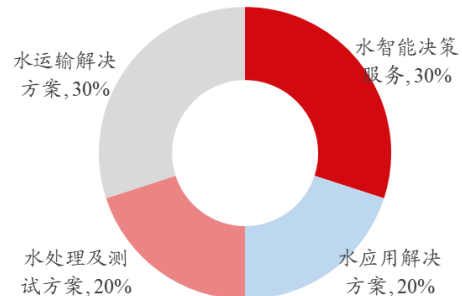
海外龙头不仅仅销售泵，而是倾向于提供一体化解决方案。从全球泵龙头企业的业务布局来看，提供一体化综合解决方案是主要趋势。例如，福斯作为全球领先的流体设备及服务供应商，提供的不仅仅是泵（占比约70%），还提供密封件和阀门的完整产品组合（占比约30%），为电力、石油、天然气、化工等行业提供整体解决方案。赛莱默的一体化布局更完善，主要产品不是泵而是包含泵在内的四大解决方案（各自占比约20%-30%），服务于取水、输送、自来水、污水处理、回用等整个水循环，跨越市政、建筑、工业和农业等多个应用场景。一体化的销售模式有助于龙头企业提高产品盈利并加强客户粘性。我们认为中长期，一体化企业的市占率有望进一步提升。

图表28：福斯销售泵以及配套的流量控制产品



资料来源：福斯官网，国联证券研究所

图表29：赛莱默主要销售泵的四大解决方案



资料来源：赛莱默官网，国联证券研究所

特征三：水泵龙头横纵向收并购，夯实优势并保持市场份额。

海外龙头多进行行业间横向并购，直接扩大市场份额。根据近3年海外水泵行业龙头的重要并购案例显示，部分龙头选择并购异地水泵公司或细分领域领先公司，

来扩大自身市场份额及产品矩阵，实现技术、市场的资源共享。其中 2023 年威乐并购了加拿大水泵公司 PLAD 设备；ITT 公司并购丹麦 Svanehoj（其在传播领域的低温应用方面处于领先地位）。

海外龙头多进行产业链的纵向并购，夯实自身实力保证竞争优势。近 3 年海外部分龙头选择沿着产业链上下游并购，并购公司主营方向包括但不限于：工业水处理解决方案、水网络遥测、销售等等。这些产业链上下游的合并，能帮助海外龙头提供不止水泵的一体化解决方案，夯实基本盘并逐步往强者更强的方向发展。

综合而言，水泵行业的提高集中度的过程往往伴随着产品内生发展、收并购外延发展：（1）技术：龙头产品卡位中高端赛道市场；（2）产品：一体化服务提升产品竞争力与客户粘性；（3）销售：强劲的销售网络搭建及收购销售公司开拓全球化市场。我们认为当前海外泵企业不断加大全球收购和扩张力度完善一体化布局，海外市场集中度有望继续提升。

图表30：近三年泵龙头主要收并购信息汇总

收购方	国别	被收购方	年份	收购规模	环节	被收购公司概况
赛莱默 (Xylem)	美国	Evoqua	2023年	75亿美元	数字化产品	北美水处理领域的领导者，其解决方案包括 数字化产品 ，为生命科学、微电子、电力和食品饮料等
荏原 (Ebara)	日本	Hayward Gordon	2022年		销售	在污水处理、工业设备和过程工业领域扩大自己的 产品范围和销售渠道
格兰富 (Grundfos)	丹麦	Metasphere	2023年		水分析解决方案	领先的水网络遥测和分析解决方案提供商 ，通过将 Metasphere 的功能添加到其产品组合中，格兰富将为其全球市政客户提供更强大的产品。
		MECO	2021年		水处理解决方案	涉足 工业水处理 市场，专有的蒸汽压缩技术、深厚的应用知识和经验以及为客户提供可靠解决方案的成熟能力，该公司在水处理领域占有一席之地，并在制药市场的水净化领域占据全球地位。
苏尔寿 (Sulzer)	瑞士	Nordic Water	2021年	12亿瑞典克朗 (约1.44亿美元)	水处理解决方案	为市政、工业用水和废水应用提供 筛选、沉淀和过滤解决方案 的领先供应商
威乐 (Wilo)	德国	PLAD设备	2023年		泵和成套泵系统 (加拿大)	专门生产用于HVAC、增压、消防和灌溉应用的 泵和成套泵系统 ，还提供泵维修和机械加工服务；便于公司更好服务加拿大 加拿大当地的客户 和合作伙伴，加强了其在当地的战略市场地位
		中德合资企业马廷 (上海) 膜科技有限公司	2022年		污水处理的膜生物反应器 (上海)	主业为污水处理的膜生物反应器，收购旨在扩大其市政水务产品组合，并且提高了集团在中国的生产能力和业务经营范围
ITT 公司	美国	Abionik	2021年		解决方案	全球领先的空气、水、废水、固废处理 解决方案提供商 ，专注于工业、市政和海事部门的具体需求和要求
		Svanehoj	2023年	3.95亿美元	泵及相关售后服务	泵及相关售后服务供应商 ，在船舶领域的低温应用方面处于领先地位，其产品组合主要包括 深井气体货泵、燃料和能源泵以及油箱控制系统 。

资料来源：各公司官网、泵友圈，国联证券研究所；注：黄色案例为同行横向并购，其余主要为上下游纵向并购。

3.2 国内：市场竞争格局分散，CR10 约 15%

特征一：国内竞争格局分散，产品定位中低端。

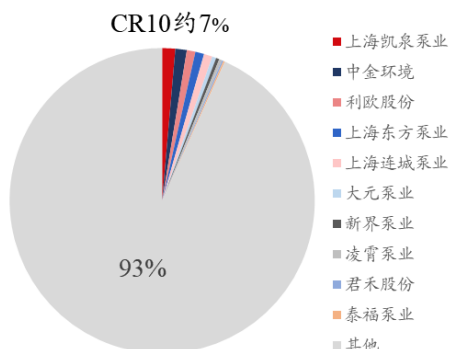
国内企业 CR10 约 15%，份额加速集中利好头部企业。中国的离心泵企业数量众多，但规模普遍较小，技术水平和产品质量参差不齐，主要集中在中低端市场。根据 Zion Market Research 数据，2023 年全球水泵行业市场规模约 4340 亿元；根据中国通用机械工业协会，2023 年中国水泵行业市场规模约 2230 亿元。再根据 2023 年中国泵业前十企业的营业收入(部分数据来自 2019/2022 年)，我们认为国内水泵 CR10 企业在全全球市场份额约 7%，国内水泵 CR10 企业在中国市场份额约 15%（凯泉泵业 2.7%、中金环境 2.1%、利欧股份 1.8%、大元泵业 0.8%、凌霄泵业 0.6%等）。国内竞争格局尚未形成，当前头部企业正在加速拓展中高端产品，有望凭借规模效应和技术壁垒淘汰小型企业，头部集中趋势加快。

图表31：2023 年中国泵龙头企业销售收入及市场份额

公司	收入 (亿元)	全球份额	中国份额	主要产品
上海凯泉泵业	60	1.4%	2.7%	离心泵，污水泵，控制柜，核电用泵，给水设备，一体化泵站等
中金环境	47.9	1.1%	2.1%	立式不锈钢多级离心泵、卧式不锈钢多级离心泵、成套供水设备、污水泵、暖通泵等
利欧股份	39.3	0.9%	1.8%	立式多级泵、立式管道泵、离心泵、轴流泵、中开泵及化工泵等
上海东方泵业	38.4	0.9%	1.8%	离心泵、排污泵、潜水泵、化工泵等
上海连城泵业	36.6	0.9%	1.7%	离心泵、污水泵等
大元泵业	18.79	0.4%	0.8%	家用泵、农业泵、屏蔽泵等
新界泵业	15	0.4%	0.9%	管道增压泵、变频增压泵、供暖循环泵、屏蔽泵、家用增压泵等
凌霄泵业	13.16	0.3%	0.6%	塑料卫浴泵、不锈钢泵、通用泵
君禾股份	7.19	0.2%	0.3%	潜水泵、花园泵、深井泵、喷泉泵等四大系列
泰福泵业	7.14	0.2%	0.3%	陆上泵、小型潜水泵、井用潜水泵、循环泵以及节能泵等
合计	283	6.7%	13.1%	

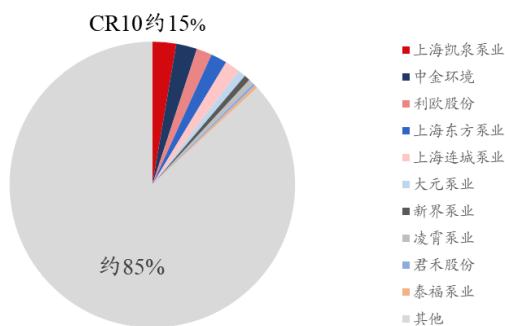
资料来源：各公司年报、中国通用机械工业协会泵业分会、Zion Market Research，国联证券研究所；注：东方泵业和连城泵业的泵业务营收来自 2022 年，对应的全球/中国市场空间约 4100 亿元/2100 亿元；新界泵业的泵业务营收来自 2019 年（2020 年天山铝业“借壳”上市后不再单独披露泵业务），对应的全球/中国市场空间约 3460 亿元/1690 亿元。

图表32: 中国企业 CR10 在全球市场份额约 7%



资料来源: 各公司年报、中国通用机械工业协会泵业分会、Zion Market Research, 国联证券研究所

图表33: 中国企业 CR10 在中国市场份额约 15%



资料来源: 各公司年报、中国通用机械工业协会泵业分会、Zion Market Research, 国联证券研究所

特征二: 头部企业进军中高端市场, 竞争格局正在优化。

国内泵业大而分散, 中低端国产, 高端失守。水泵按照下游应用领域可分为三类产品:

(1) **第一类低端:** 主要是家用泵、农用泵。优点是基数大、技术门槛低、质量要求不高; 缺点是单件盈利能力低。

(2) **第二类中端:** 主要是市政、工业、水利配套的清水泵和污水泵。优点是单件盈利较高, 但技术存在门槛, 对生产企业有品质和品牌要求。(高端的大型水利依旧依赖国外进口的第三类高端产品)。

(3) **第三类高端:** 主要是工业流程泵, 包括冶炼钢铁、石油、化工、电厂、军品、核电等行业。技术上门槛最高, 目前以国外产品为主。

国内头部企业正进军中高端市场, 竞争格局正在优化。过去国内多数企业集中在第一类, 如利欧股份、新界泵业、大元泵业、泰富泵业等主要做家用泵、农用泵等基础款式, 凌霄泵业主要做塑料卫浴泵。中金环境是为数不多集中在第二类的企业, 产品以清水泵、污水泵为主, 主要用于房地产、环保水处理、市政建设等工程配套(不涉及家用)。目前第一类企业逐渐往中高端市场突破, 如利欧股份、新界泵业、凌霄泵业陆续布局第二类不锈钢立式泵; 大元泵业将家用屏蔽泵拓展到工业领域(营收占比约 12%)。第二类企业逐渐往高端市场突破, 如中金环境正推出第三类高端的 CDM 轻型立式多级泵。

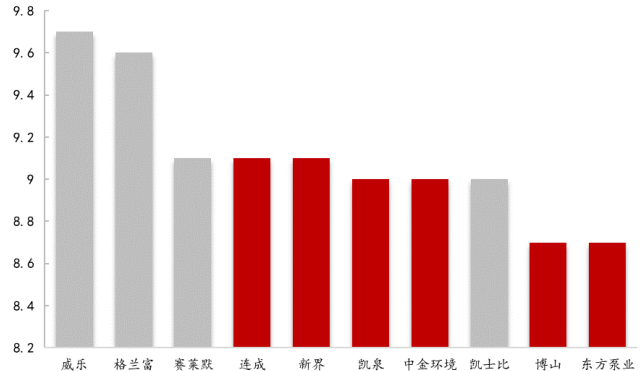
根据排行榜网数据, 国内水泵市场的前三品牌依旧由国外威乐、格兰富、赛莱默占据, 但中金环境、新界泵业等本土品牌逐步崭露头角, 进入 3-10 名。除此之外, 部分本土企业凭借拳头产品成为细分赛道冠军, 如大元泵业是屏蔽泵领域的龙头, 凌霄泵业是塑料卫浴泵赛道冠军。我们认为随着头部企业逐渐进军高端市场, 竞争格局会向头部集中, 格局进一步优化。

图表34：国内头部企业正进军中高端市场



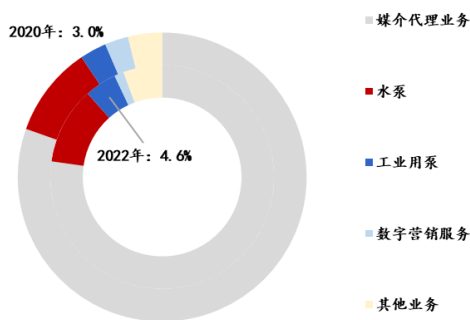
资料来源：凌霄泵业招股说明书，国联证券研究所

图表35：国内水泵十大品牌排行榜



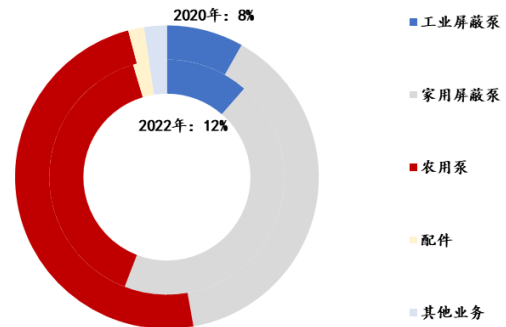
资料来源：排行榜网，国联证券研究所

图表36：2022 年利欧股份的工业用泵营收占比约 5%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表37：2022 年大元泵业工业屏蔽泵营收占比约 12%



资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 投资建议：看好受益于内外需共振的千亿赛道龙头份额集中

随着内外需共振，水泵千亿市场规模有望持续扩容，集中度趋势利好头部供应商。

产业链相关标的：(1) **凌霄泵业**：塑料卫浴泵龙头，受益于美国地产回暖&主动补库周期；(2) **中金环境**：不锈钢泵龙头企业，受益于万亿国债和以旧换新政策。

(1) 凌霄泵业：塑料卫浴泵龙头，美国出口链和高股息优质标的

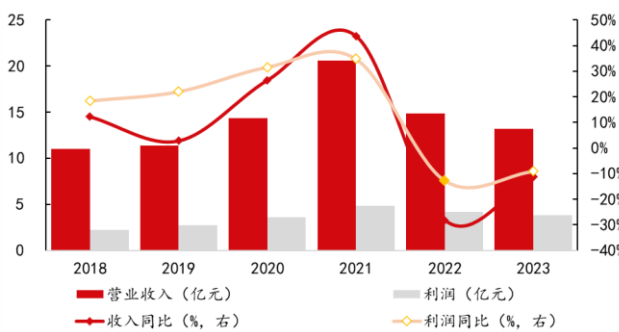
公司专注于民用离心泵 40 多年，产品包括塑料卫浴泵、不锈钢泵和通用泵三大系列。其中塑料卫浴泵是细分赛道的“隐形冠军”，我们认为全球市占率约 60%-70%；不锈钢泵位于国内行业第一梯队。2022-2023 年受海外库存囤积的影响，公司业绩短期承压，2023 年营收 13.2 亿元，同比-11%，归母净利润 3.8 亿元，同比-9%。看好 2024 年盈利能力持续提升&业绩修复。

①**塑料卫浴泵**：受益于美国地产回暖&补库周期。2024 年 1 月美国制造业 PMI 重返枯荣线，美国新屋和成屋销售量也触底回升，地产回暖趋势较为明显。与此同时，地产强相关的建筑材料或即将进入主动补库周期。双重因素利好塑料卫浴泵的出口。

②**不锈钢泵**：受益于万亿国债&设备以旧换新。2023Q4 中央增发万亿国债，水利基建是重中之重，利好不锈钢泵类节能泵对铸铁泵的更新替换。与此同时，2024 年 2 月的设备“以旧换新”政策再度催化节能泵的替换。

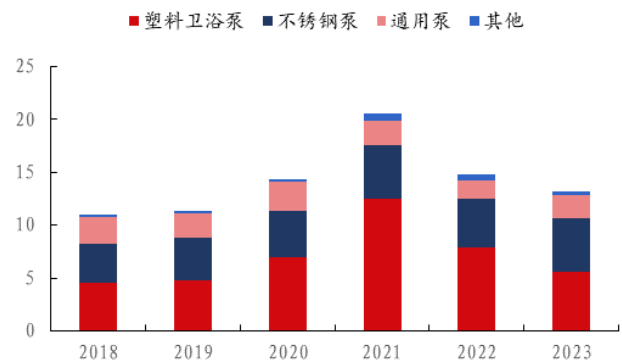
③**高股息**：上市后连续 7 年实施现金分红，累计现金分红约 19 亿元，2023 年现金分红 3.6 亿元，股利支付率 93.2%，股息率 5.8%。2024 年现金比例分红有望维持高位。

图表38：2018-2023 年营收/利润 CAGR 为 4%/11%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表39：塑料卫浴泵营收占比约 50% (亿元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表40：上市 7 年累计现金分红 18.98 亿元

年度	归母净利润 (亿元)	现金分红总额 (亿元)	期末未分配利润 (亿元)	股利支付率 (%)	每股股利 (元)	股息率 (%)
2023	3.84	3.58	8.53	93.22	1	5.76
2022	4.22	3.58	8.65	84.77	1	6.02
2021	4.83	3.58	8.43	74.01	1	3.58
2020	3.58	3.30	7.38	92.1	1.3	5.44
2019	2.72	2.52	6.68	92.68	1	6.62
2018	2.23	1.81	5.99	80.94	1.5	7.24
2017	1.88	0.62	4.60	32.9	0.8	1.51
合计	23.3	18.98	50.2	78.66	1.1	5.17

资料来源：Wind，国联证券研究所

(2) 中金环境：环保业务成功剥离，不锈钢泵龙头再度起航

中金环境（南方泵业）成立于 1991 年，拳头产品为不锈钢多级离心泵，产品性能和服务质量主要对标如格兰富、赛莱默、KBS 等国外品牌，是细分赛道的国产龙头。2015 年通过并购转型环保业务，经历环保市场兴衰，2018 年以来逐步剥离亏损环保

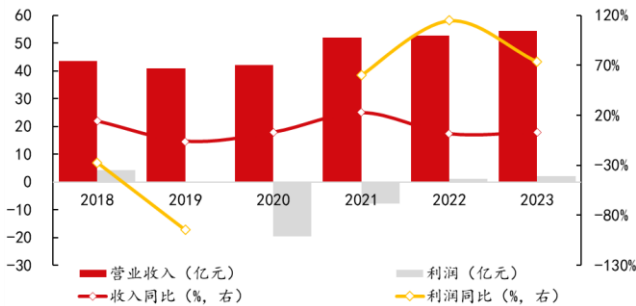
业务，聚焦泵制造业。2022 年环保业务商誉减值计提完毕，2023 年营收 54.3 亿元，同比+3%，实现归母净利润 2 亿元，同比+74%。我们认为 2024 年公司盈利能力有望在万亿国债、设备以旧换新政策、公司环保业务减亏的三重催化下大幅修复。

①未来 5 年内泵营收达 100 亿目标：公司在制造板块指定未来 5 年内营收达到 100 亿的战略目标，即未来五年复合增长率 17%左右。

②环保业务减亏&万亿国债催化&设备以旧换新政策：2023 年公司环保业务持续瘦身减亏，此外，公司的核心产品为不锈钢泵（节能泵），是水利工程中传统铸铁泵更新替换的首选。因此我们认为在万亿国债和设备以旧换新政策的催化下，不锈钢泵对铸铁泵的更新替换将加速进行，公司率先受益。

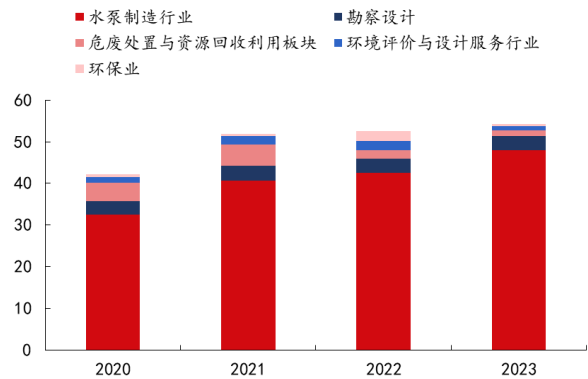
③1600 万件核心零部件产能预计 2024 年下半年投产：公司将年产 20 万套高效节能泵智能制造项目调整为年产 1600 万件高效节能泵核心配套零部件智能制造项目，我们预计 2024 年下半年投产。

图表41：2018-2023 年营收/利润 CAGR 为 4%/-14%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表42：亏损的环保业务持续瘦身（亿元）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表43：中金环境主要泵产品及应用领域

主要产品系列名称	主要产品系列图片	主要应用领域
GDM系列立式不锈钢多级离心泵		水厂过滤与输送、二次供水、流程水系统、高压冲洗系统、消防系统、锅炉给水、空调系统、超滤系统
GHM系列卧式不锈钢多级离心泵		结构紧凑低噪音，适用于轻度腐蚀性液体，广泛用于工业清洗、供水和增压、空调系统
TD系列管道泵、NIS、NISO系列端吸泵		工业系统、供水系统、冷却和空调系统、系统增压、喷淋系统
NSC、NDS系列中开泵		自来水厂供水、电厂循环水、水力工程、农田灌溉、城市供暖、工矿企业给排水、海水淡化、油田注水、炼油和化工流程进料、能量回收、石油管线输送等
潜污泵、排污泵		污水雨水排放、锅炉给水、冷凝、建筑工地、人防系统排水站、市政排污
计量泵		环保、石油化工、炼油、电力、冶金、医药、食品、水处理等领域
消防泵系统		大型酒店、医院、学校、写字楼、超市、商业住宅、地铁站、火车站、机场、各种交通隧道、石油化工厂、电厂、码头、油库、大型仓库以及工矿企业等场合
海水淡化高压泵		应用于海水淡化行业配套使用

资料来源：公司官网，国联证券研究所

6. 风险提示

(1) 泵类行业需求不及预期。宏观经济及制造业复苏不明显，导致通用机械泵类行业需求不及预期。

(2) 行业产能释放不及预期。受市场环境变化、疫情等问题影响，可能出现定增项目建设及投产不善、生产基地停工等问题，致使产能不达预期。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼