

► **国内拖拉机龙头，经营质量持续改善。**公司前身是第一拖拉机制造厂，创建于1955年，是我国“一五”期间兴建的156个国家重点项目之一，是中国农机行业的特大型企业。公司凭借产品优势、技术优势一直保持着大轮拖、非道路动力机械产品国内市场前列，并成功销往全球140多个国家和地区，为中国农机工业、农业机械化和乡村振兴做出了突出的贡献。2008-2023年，公司营收增速CAGR=2.3%，归母净利润CAGR=18.5%。2008年以来公司经历1轮完整周期，其中2008-2012年上行周期，2013-2018年下行周期，2019年开启本轮上行周期。2019年开启本轮上行周期主要受益于国家加强粮食安全战略实施、粮价提高收益提升、公司经营改善等。公司2022年营收超过2011年高点（上一轮），2023年归母净利润是2010年的1.84倍。

► **2022年全球农机1,620亿美元，头部效应显著。**依据FactMr数据，2022年全球农机市场规模1,620亿美元，到2026年市场规模将进一步扩容至1,949亿美元，并继续保持稳定增长态势。依据Precedence Research数据，2021年亚太地区以43%的占比成为全球最大的农业机械市场，其次为北美和西欧地区，占比分别为31%和19%。目前，全球农机龙头包括约翰迪尔、凯斯纽荷兰、久保田、爱科公司、克拉斯公司、日本洋马、赛买道依茨、明斯克以及国内的一拖、雷沃等，TOP4市占率高达65.8%。

► **公共卫生事件后头部企业话语权增强。**我国农机行业发展的驱动因素主要有农机补贴政策、土地流转政策以及农民收入的提高。2024年我国农机补贴预算创历史新高，2019年推出K值管理法，解决“小马拉大车”问题。2020年公共卫生事件以及近年逆全球化带来粮食安全战略深入实施、行业K值规范等对行业竞争的规范对行业低价无序竞争有所遏制，头部企业的供应链保供能力体现了自己的价值，重新取得了行业生存主导权。

► **公司掌握柴油机核心技术，强化出海战略。**公司柴油机业务深耕农机市场多年，对农机行业理解深入，性能可靠，适应农机复杂恶劣工况作业，在用户中影响力强，是我国多缸农用柴油机龙头，尤其6缸农用柴油机。公司是国内的拖拉机龙头，出口历史悠久，近年来公司强化了“一带一路”倡议沿线国家，尤其是俄语区、南美等国家市场的开发，东欧研发中心有实质性进展。

► **投资建议：**考虑到土地流转持续推进及出海趋势，我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为11.14/13.42/15.97亿元，对应估值分别是15x/12x/10x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**市场竞争加剧的风险、海外市场开拓风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,534	12,774	14,290	16,232
增长率(%)	-8.2	10.8	11.9	13.6
归属母公司股东净利润(百万元)	997	1,114	1,342	1,597
增长率(%)	46.4	11.8	20.4	19.0
每股收益(元)	0.89	0.99	1.19	1.42
PE	17	15	12	10
PB	2.5	2.2	2.0	1.7

资料来源：同花顺，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年7月30日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

14.65元

**分析师 李哲**

执业证书：S0100521110006

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师 罗松

执业证书：S0100521110010

邮箱：luosong@mszq.com

目录

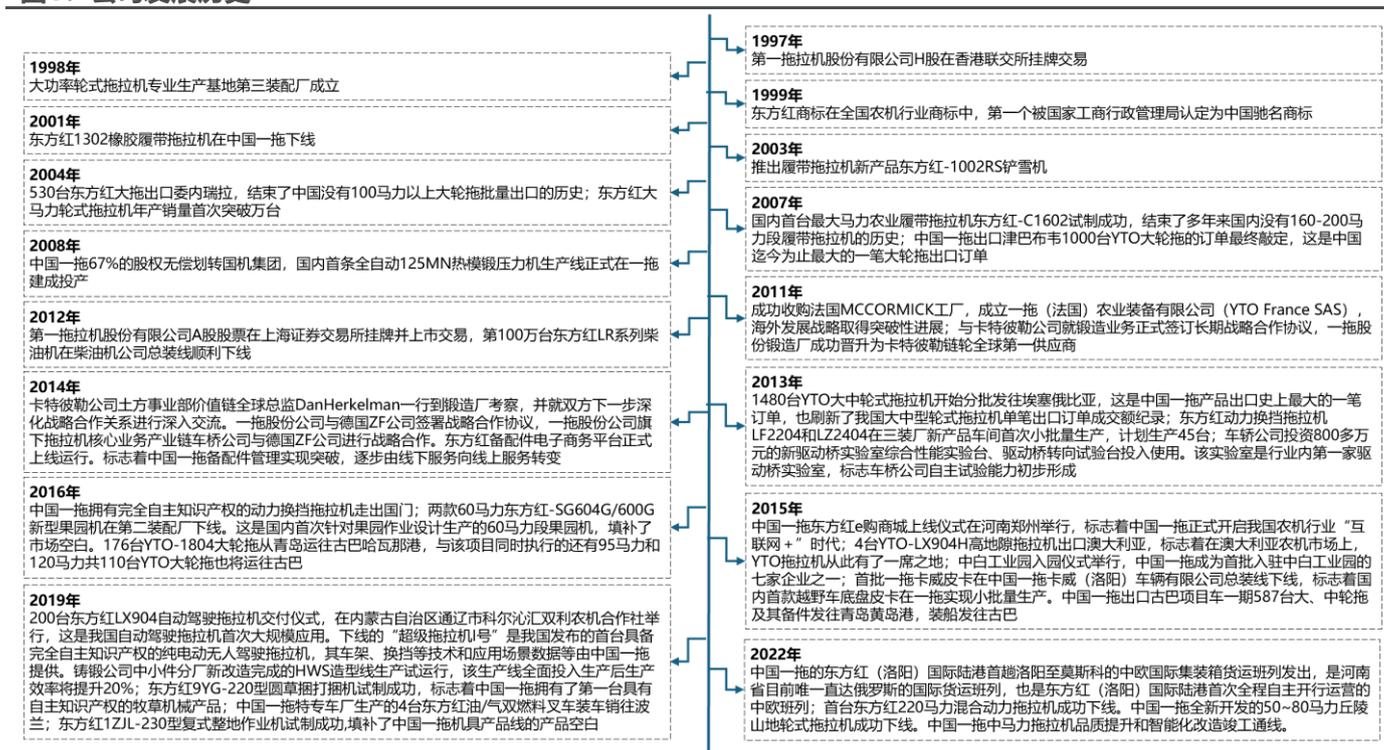
1 国内拖拉机龙头，经营质量持续改善	3
1.1 公司是我国拖拉机产业的奠基者	3
1.2 大股东一拖集团持股 48.81%	4
1.3 2008-2023 年营收 CAGR=2.3%，归母净利润 CAGR=18.5%	5
1.4 2019 年管理层大调整，提质增效重铸农机龙头	7
2 2022 年全球农机 1,620 亿美元，头部效应显著	9
2.1 农业机械种类繁多	9
2.2 主流发达国家农机机械化历时 20-30 年	10
2.3 2022 年全球农机 1,620 亿美元	10
3 我国农机国产化基本完成，近些年格局持续优化	12
3.1 我国农机发展经历 5 个阶段	12
3.2 农机补贴与土地流转是推动农机产业发展重要力量	13
3.3 近些年我国农机集中度提升	15
3.4 国产拖拉机价格优势显著	20
4 掌握柴油机核心技术，强化出海战略	21
4.1 柴油机自产的拖拉机龙头	21
4.2 出海经验丰富，强化出海战略	22
5 盈利预测与投资建议	24
5.1 盈利预测假设与业务拆分	24
5.2 估值分析	25
5.3 投资建议	26
6 风险提示	27
插图目录	29
表格目录	29

1 国内拖拉机龙头，经营质量持续改善

1.1 公司是我国拖拉机产业的奠基者

公司前身是第一拖拉机制造厂，创建于1955年，是我国“一五”期间兴建的156个国家重点项目之一，是中国农机行业的特大型企业。1997年，公司将与拖拉机相关的业务、资产、负债、人员重组后进行股份制改造，并在境外发行H股股票，于同年6月23日在中国香港上市。2012年8月8日，一拖股份在上交所挂牌交易，公司成为中国农机行业拥有“A+H”股资本平台的上市公司。公司拥有强大的锻件、机械加工、装配和测试的全套生产能力，包括变速箱、柴油机、驾驶舱、覆盖件等在内的核心制造能力和装备检测能力，流水生产线近百条，公司主导产品涵盖“东方红”系列履带拖拉机、轮式拖拉机、柴油机等多个品类。公司凭借产品优势、技术优势一直保持着大轮拖、非道路动力机械产品国内市场前列，并成功销往全球140多个国家和地区，为中国农机工业、农业机械化和乡村振兴做出了突出的贡献。

图1：公司发展历史

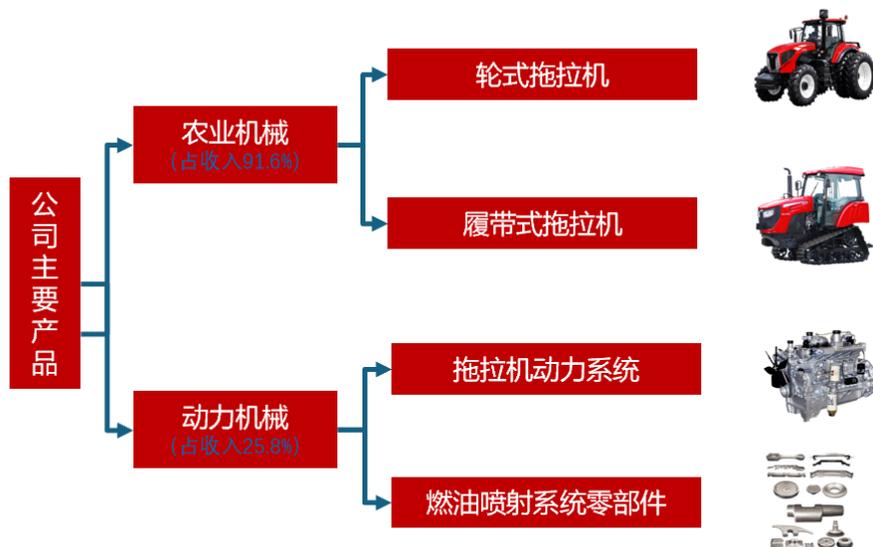


资料来源：一拖股份官网，民生证券研究院

公司的主营业务为农业机械、动力机械及相关零部件产品研发、制造和销售。其中，农业机械业务包括用于农业生产的全系列轮式和履带式拖拉机产品及铸锻件、齿轮、变速箱、覆盖件等关键零部件的研发、制造和销售。动力机械业务主导产品为非道路柴油机及喷油泵、喷油嘴等部件，主要为拖拉机、收获机、船舶等机

械配套。

图2：公司产品情况

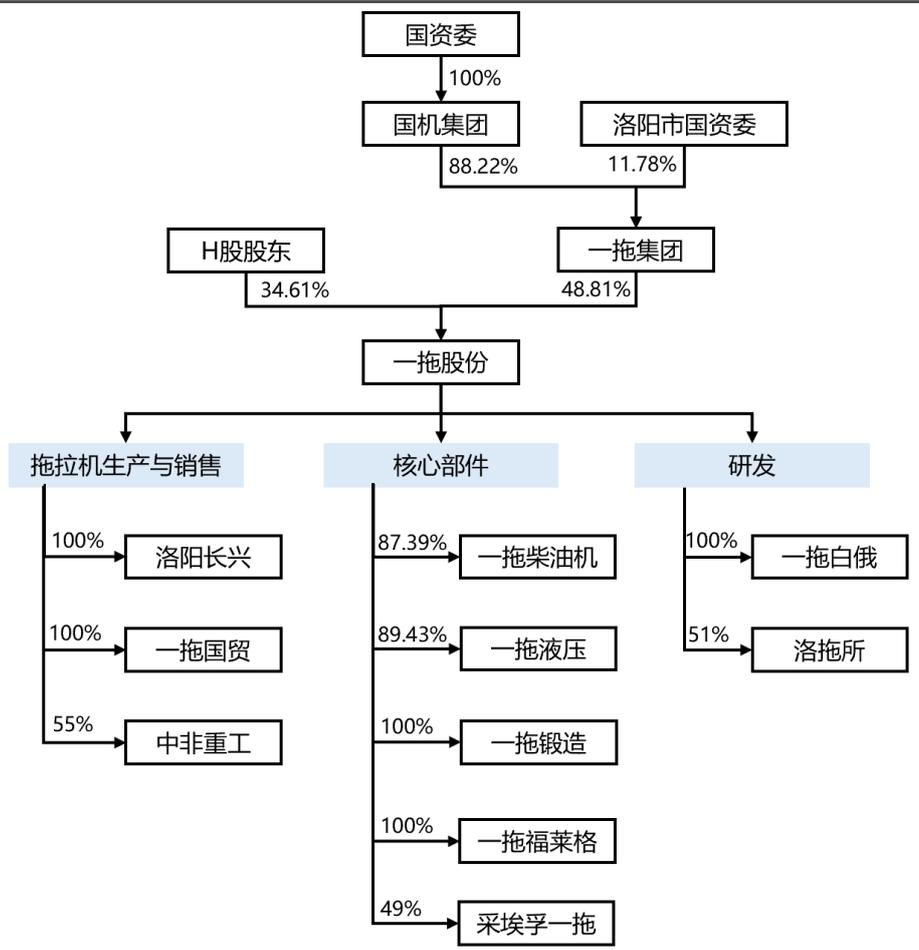


资料来源：一拖股份官网，民生证券研究院（注：两者业务有合并抵消）

1.2 大股东一拖集团持股 48.81%

公司实际控制人为国资委，一拖集团为大股东，持股 48.81%。截至 2024Q1，公司第一大股东一拖集团持有上市公司 48.81% 的股份。上市公司下辖三大业务线：1) 拖拉机生产与销售：主要子公司包括洛阳长兴、一拖国贸、中非重工；2) 核心部件生产与销售：主要子公司包括一拖柴油机公司、一拖液压、一拖锻造、一拖福莱格及联营的采埃孚一拖公司；3) 研发：主要子公司包括洛拖所及一拖白俄。

图3：公司股权结构情况（截至 2024Q1）

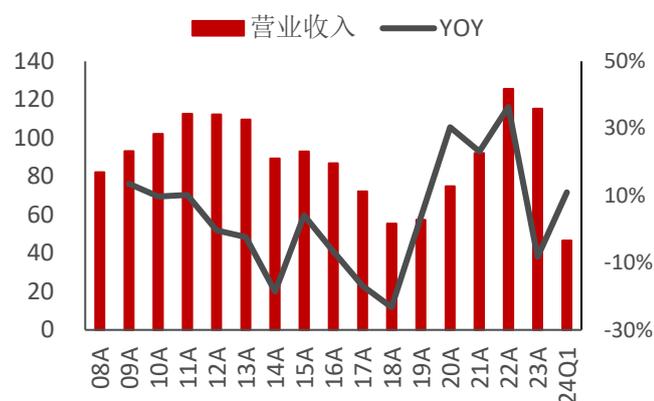


资料来源：一拖股份公告，民生证券研究院

1.3 2008-2023 年营收 CAGR=2.3%，归母净利润 CAGR=18.5%

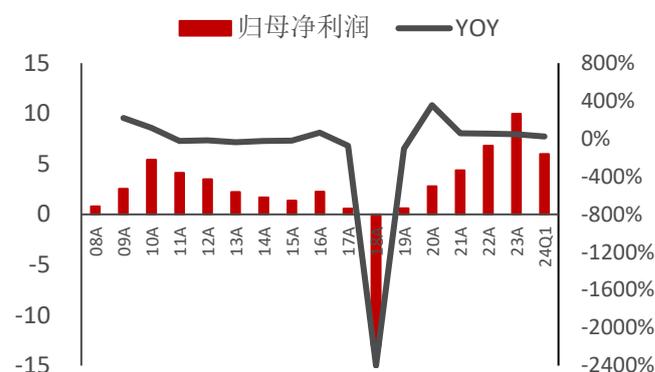
2008-2023 年，公司营收增速 CAGR=2.3%，归母净利润 CAGR=18.5%。2008-2012 年是上一轮周期，后开始进入下行周期，营收持续走低一直到 2018 年；2019 年开启本轮上行周期。2013-2018 年，行业端受宏观环境影响，农机补贴金额变化以及保有量提升过快、种粮收益不高等多重不利影响，2019 年开启的上行周期主要受益于国家加强粮食安全战略实施、粮价提高收益提升、公司经营改善等。公司 2022 年营收超过 2011 年高点，2023 年归母净利润是 2010 年的 1.84 倍。

图4：公司营业收入及同比情况（亿元）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图5：公司归母净利润及同比情况（亿元）

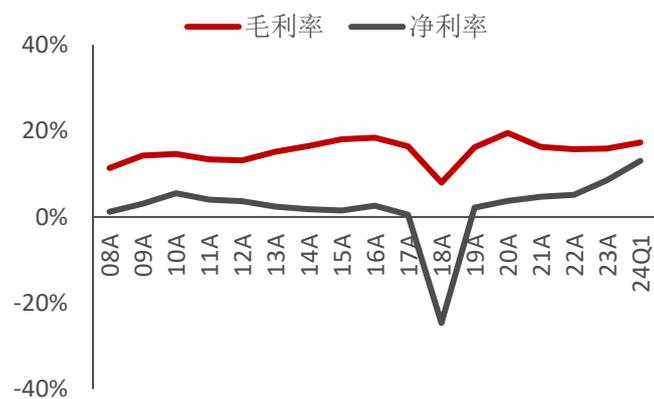


资料来源：同花顺，民生证券研究院

公司的毛利率与净利率在 2018 年受行业影响大幅下滑，2019-2024Q1 年毛利率、净利率得到回升，其中毛利率保持在 15.7%~19.5%之间，净利率保持在 2.2%~13.0%之间，2023 年的 8.6%的净利率也创了上市以来最好成绩，2024Q1 更是达到 13.0%。

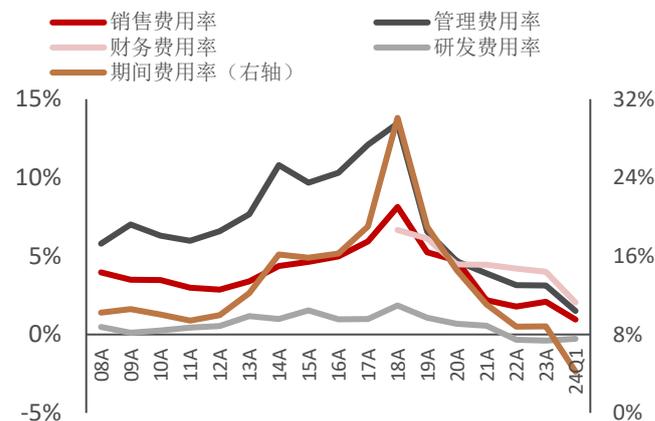
公司期间费用率自 2018 年开始逐年下降，其中管理费用率、财务费用率、销售费用率均呈下降趋势，降本措施效果逐渐体现。2023 年，公司期间费用率降至 8.8%，相比 2018 年的 30.1%，降幅显著。

图6：公司毛利率及净利率情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

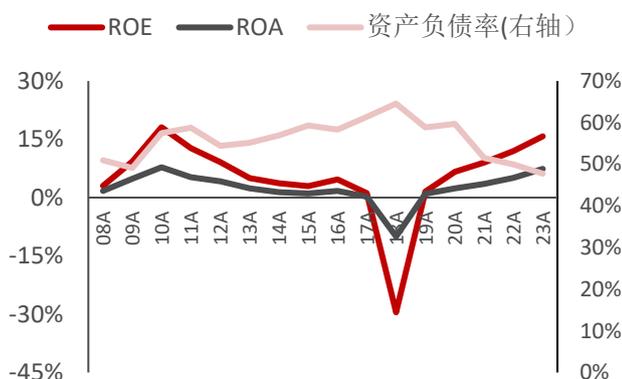
图7：公司期间费用率情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

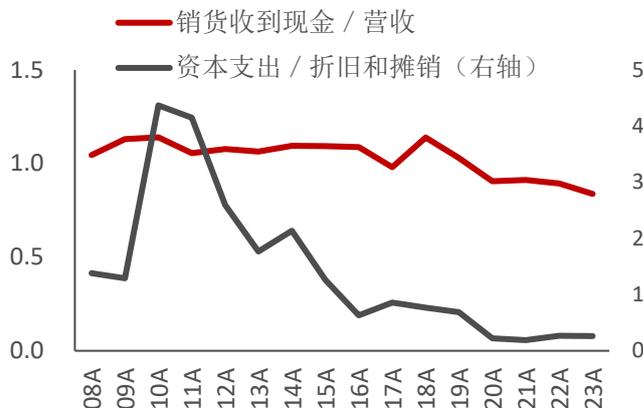
公司 ROE 在 2023 年为 15.8%，ROA 为 7.4%，自 2019 年开始逐渐回升，呈上升趋势，接近 2010 年。公司资产负债率一直处于较高水平，但近几年有所下降，从 2018 年的 64.6%，下降至了 2023 年的 47.8%。2008-2023 年，公司销货现金/营收保持在 83.6%~113.04%，而资本支出/折旧和摊销从 2016 年开始小于 1，2023 年仅为 0.26，意味着公司的资产回报率将逐步提升。

图8：公司资产收益率及资产负债率情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

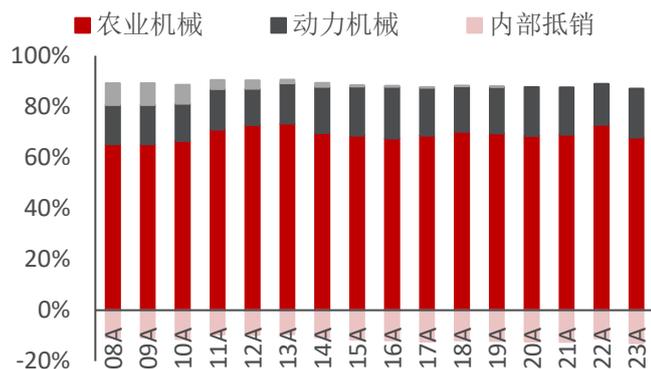
图9：公司销货现金/营收及资本支出/折旧摊销情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

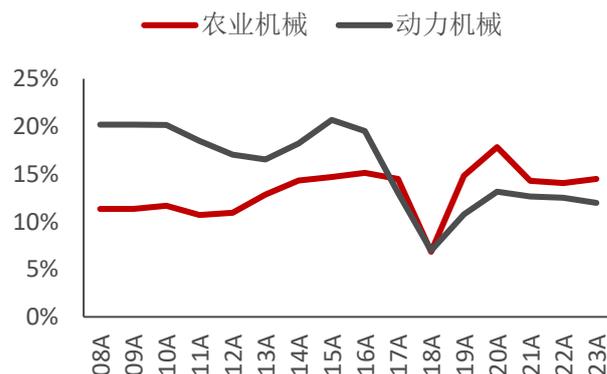
分业务来看，公司的营业收入主要来源于农业机械，2009年以来，公司农业机械业务营收占比基本保持稳定，在85%上下，2023年占总营收比重为91.6%。动力机械业务占总营收比重提升明显，从2009年的19.7%上升至2023年的25.8%。从分业务毛利率来看，2009-2017年农业机械毛利率维持在10%以上，2018年下滑至6.84%，2021-2023年毛利率回升至14.0%~14.5%，主要因为公司产品销量增长，以及公司处置无效低效资产和人员结构优化使得固定费用下降。2009-2016年动力机械毛利率维持在16%以上，2018年下滑至6.97%，2021-2023年毛利率有所回升至12.0%~12.6%，主要原因是公司加强采购降本、精益生产等。

图10：公司分业务营收占比情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图11：公司分业务毛利率情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

1.4 2019 年管理层大调整，提质增效重铸农机龙头

2019 年是公司管理层大调整之年，黎晓煜接任一拖股份董事长之后，“脱困”“扭亏”被确认为一拖股份的重中之重。

但当时的改革实际在 2016 就已经开始，主要从聚焦主业、降本控费、强化

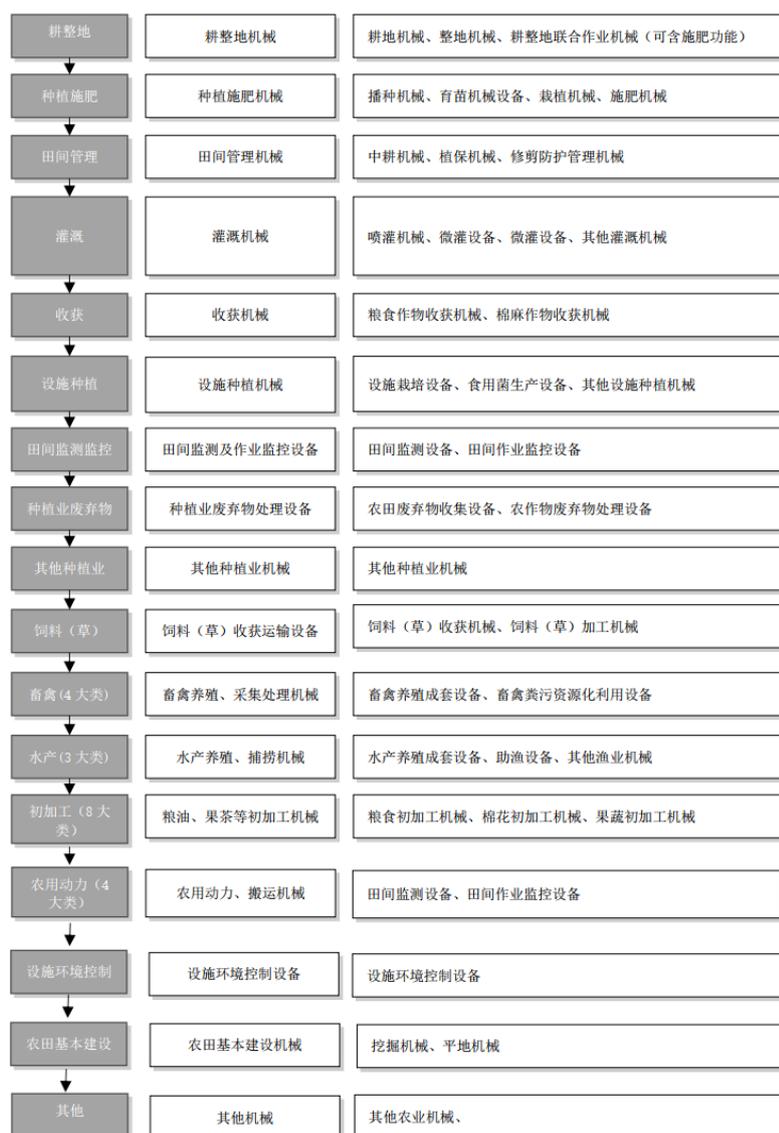
“应收&存货”管理、调整激励机制几个方面。2016年，公司针对“应收&存货”开始提出要强化客户授信，加大存货处理；2017年，开始聚焦处理，处理非核心业务资产，采购环节提出“减少采购环节、集中采购”，加大逾期应收的清欠力度；2019年，新管理团队上台后，控本角度提出“锁价建储、集采集购；提升零部件等业务的外部配套量和产能利用率，精益生产，压缩生产环节费用”，激励机制角度，提出“完善以效益和效率为导向的绩效评价体系，调动核心技术骨干和市场营销团队的积极性”；2020年，激励机制方面，提出“深化对二级单位经营团队、营销团队和骨干员工的考核激励；形成以市场和用户需求为导向的科技研发目标体系”。我们看到了公司经营质量的快速提升。

2 2022 年全球农机 1,620 亿美元，头部效应显著

2.1 农业机械种类众多

农业机械，通常也被叫做农机装备，是用于农业生产及农产品初加工等相关农事活动的农机具。既包括作物种植生产中，耕种管收储各环节用到的机械，也包括畜牧饲养、水产养殖过程中，用到的各种机械。目前，我国能够研发生产农、林、牧、渔、农用运输、农产品加工等 7 个门类所需的 65 大类、350 个中类、1500 个小类的 4000 多种农机产品。市场份额占比较大的主要有：轮式拖拉机、自走轮式谷物联合收割机、自走履带式全喂入谷物联合收割机、自走式玉米收割机机、水稻插秧机、打捆机、粮食烘干机、植保无人飞机、喷杆式喷雾机、采棉机、青饲料收获机等。

图12：农业机械分类情况



资料来源：威马农机招股书，民生证券研究院

2.2 主流发达国家农机机械化历时 20-30 年

农业机械化在欧美各国一般经历了三个阶段：①半机械化阶段。约从 19 世纪中叶到 19 世纪末叶，该阶段主要特征是畜力牵引的简单农业机械广泛应用在农业生产上。②基本机械化阶段。约从 20 世纪初至 20 世纪 50 年代，该阶段主要特征是农作物的主要作业普遍采用拖拉机牵引的农业机械。③综合机械化（或称高度机械化）阶段。约始于 20 世纪 50 年代以后，该阶段的主要特征是在农、林、牧、渔各业的各个环节上，产前和产后部门均广泛使用更为先进的农业机器。20 世纪 80 年代以来，随着电子计算机等科技在农业中的应用增多，农业机械化正在向自动化发展。

2021 年我国农业就业人数占就业总人数的比重为 24%，且我国平均每个劳动力负担耕地面积约 0.73 公顷（2020 年），意味着这我国目前农村劳动力占比仍过高，仍处在农业机械化的过程中。

表1：海外发达国家农业机械化起始时间、历时及基本实现农业机械化的农业劳动指标

国家	农业机械化起始时间及历时			基本实现农业机械化时的农业劳动指标		
	农业机械化开始时间	基本实现农业机械化时间	历时（年）	农业劳动力占人口比例	平均每个劳动力负担耕地面积（公顷）	平均每个农业劳动力生产粮食（公斤）
美国	1910	1940	30	8.30%	14.7	9,800
加拿大	1920	1950	30	7.20%	39	28,200
英国	1931	1948	17	2.50%	5.9	5,867
法国	1930	1955	25	15.60%	3.8	4,375
原西德	1931	1953	22	12.50%	1.3	1,715
意大利	1930	1960	30	12.80%	2.5	1,915
日本	1946	1967	21	10.60%	0.6	1,810
韩国	1976	1996	20	6.20%	0.617	3,083
中国（2012）	-	-	-	42.10%	0.45	-
中国	-	-	-	24%（21年）	0.73（20年）	-

资料来源：威马农机招股书，中国日报中国观察智库，《国外农机化发展历程及拖拉机发展现状》（中国一拖），民生证券研究院

2.3 2022 年全球农机 1,620 亿美元

依据 FactMr 数据显示，随着以中国为代表的亚太地区农业机械化的发展，未来全球农业机械市场将整体呈增长态势，2022 年全球农机市场规模达到 1,620 亿美元，同比增长 3%，到 2026 年全球农业机械市场规模将进一步扩容至 1,949 亿美元，并继续保持稳定增长态势。

依据 Precedence Research 数据，2021 年亚太地区以 43% 的占比成为全球最大的农业机械市场，其次为北美和西欧地区，所占比例分别为 31% 和 19%。主

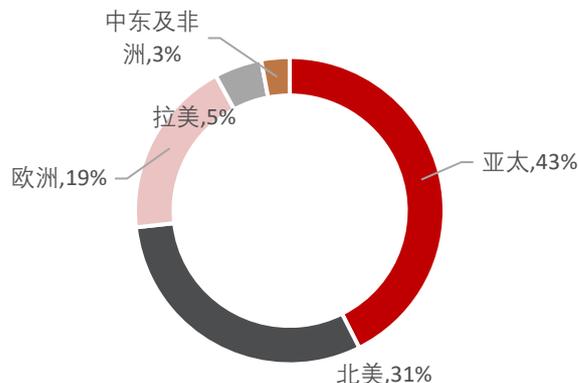
要原因为亚太地区发展中国家数量较多，人口数量庞大、农业经济发展潜力可观，从而带动农业机械需求的持续扩大，进一步提高了农业机械的市场规模。而西欧和北美地区由于农业机械化发展较成熟，主要以设备迭代需求支撑农机市场，农机设备以大型先进农业机械为主。

图13：全球农机市场规模及同比 (%)



资料来源：威马农机招股书，FactMr 等，民生证券研究院

图14：全球农机市场区域分布占比情况 (%，2021 年)



资料来源：威马农机招股书，PrecedenceResearch，民生证券研究院

目前，全球农机龙头包括约翰迪尔、凯斯纽荷兰、久保田、爱科公司、克拉斯公司、日本洋马、赛买道依茨、明斯克以及国内的一拖、雷沃等。

表2：全球主要农机企业基本信息及营收情况 (亿美元)

企业名称	国家	成立时间	优势产品	2021	2022	2023
约翰迪尔	美国	1873年	全品类	430	513	602
凯斯纽荷兰	意大利	1842年	拖拉机，联合收割机和牧草机械	334	236	247
久保田	日本	1890年	拖拉机、水稻收割机	191	203	214
爱科公司	美国	1990年	拖拉机、打捆机	111	127	144
克拉斯公司	德国	1913年	打捆机	48.0 (亿欧元)	-	-
日本洋马	日本	1912年	联合收割机	-	-	-
赛迈道依茨	意大利	1927年	拖拉机、联合收割机	-	-	-
一拖股份	中国	1998年	拖拉机	15	18	16
潍柴雷沃	中国	2004年	拖拉机、联合收获机	27	25	-
明斯克	白俄罗斯	1946年	拖拉机	-	-	-

资料来源：ifind，农机通网站，数智农业，外贸日报，民生证券研究院

3 我国农机国产化基本完成，近些年格局持续优化

3.1 我国农机发展经历 5 个阶段

我国农业机械行业由起步到现在可大致分为五个发展阶段：

①**起步期 (1949-1958)**：中央政府提出“农机制造以地方为主”的方针，开始在各地进行农业机械化试点，兴起了大力发展农业机械工业的浪潮，我国农机行业就此起步；50 年代末，我国拖拉机总动力达 235 万千瓦。

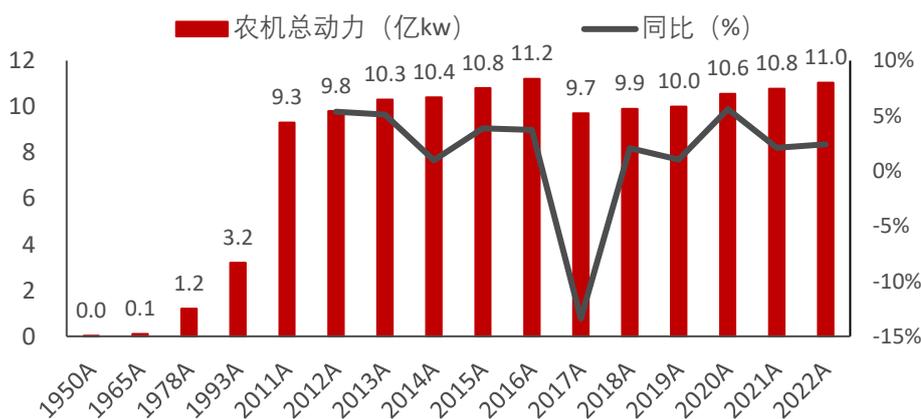
②**探索与调整期 (1959-1965)**：中国第一拖拉机制造厂等农机制造企业陆续投产；中央政府于 1959 年提出“农业的根本出路在于机械化”的指导思想，1965 年，全国农业机械总动力达 0.1 亿千瓦。

③**政府主导期 (1966-1978)**：中国实施计划经济体制，中央政府于 1966 年提出“1980 年基本实现农业机械化”的奋斗目标，1978 年，全国农业机械总动力达 1.2 亿千瓦。

④**机制转换期 (1979-1993)**：市场在农业机械化发展中的作用逐渐增强，国家对农机工业的计划管制放松，对农机生产和使用给予优惠；1993 年，全国农业机械总动力达 3.2 亿千瓦。

⑤**市场导向期 (1994 年-至今)**：中央政府于 1994 年取消农用平价柴油，标志我国政府在计划经济体制下出台的农业机械化优惠政策已全部取消，农机行业进入市场主导阶段；2022 年，我国农业机械总动力达 11.0 亿千瓦。

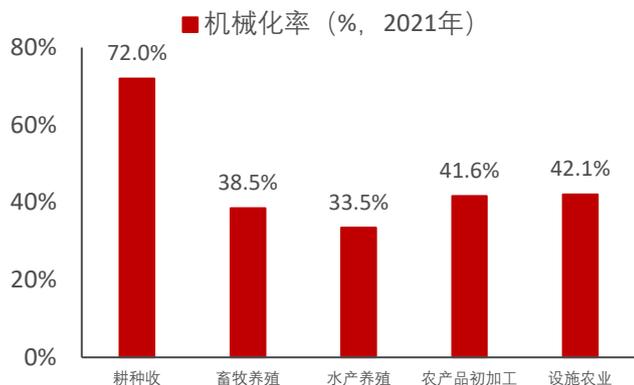
图15：我国农业总动力及同比情况



资料来源：农业机械化管理局，民生证券研究院

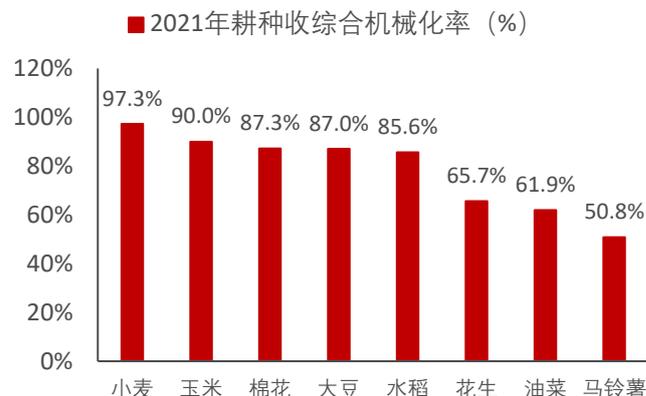
2021 年，全国农作物耕种收综合机械化率达 72.0%，较上年提高 0.78 个百分点；其中机耕率、机播率、机收率分别达到 86.42%、60.22%、64.66%。畜牧养殖、水产养殖、农产品初加工、设施农业等产业机械化率分别达到 38.50%、33.50%、41.64%、42.05%，较上年分别提高 2.72、1.85、2.45、1.51 个百分点。

图16: 我国农业主要子产业机械化率情况 (2021年)



资料来源: 农业机械化管理司, 民生证券研究院

图17: 我国耕种收主要农作物机械化率情况 (2021年)



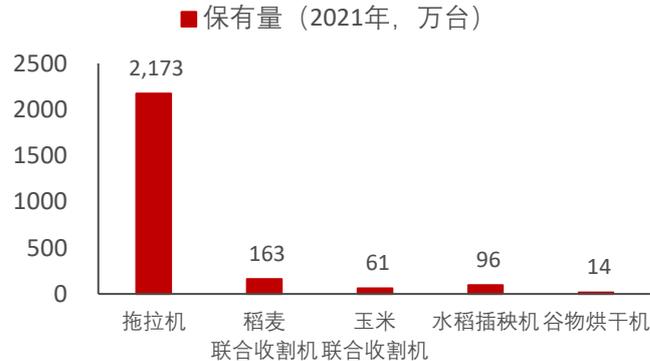
资料来源: 农业机械化管理司, 民生证券研究院

图18: 我国农业子产业设备保有量 (2021年)



资料来源: 农业机械化管理司, 民生证券研究院

图19: 我国主要农机保有量情况 (2021年)

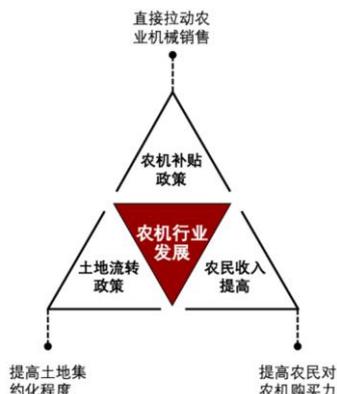


资料来源: 农业机械化管理司, 民生证券研究院

3.2 农机补贴与土地流转是推动农机产业发展重要力量

我国农机行业发展的驱动因素主要有农机补贴政策、土地流转政策以及农民收入的提高。

图20：我国农机行业驱动因素



资料来源：投农业，头豹研究院，民生证券研究院

3.2.1 农机补贴预算创新高

2004年11月1日生效的《中华人民共和国农业机械化促进法》第27条规定“中央财政、省级财政应当分别安排专项资金，对农民和农业生产经营组织购买国家支持推广的先进适用的农业机械给予补贴”。

2004到2024年，中央农机补贴预算资金从0.8亿元提升至246亿元，补贴方式经过从价补贴（2004~2010年）到定额补贴（2011年至今），差价购机（2004~2011年，省级集中支付制，农民差价购机）到全价购机（2012年至今，全价购机、县级结算、直补到卡）。2019年推出K值管理法，解决“小马拉大车”问题。2024年我国农机补贴预算创历史新高。

图21：我国农机补贴预算及同比情况

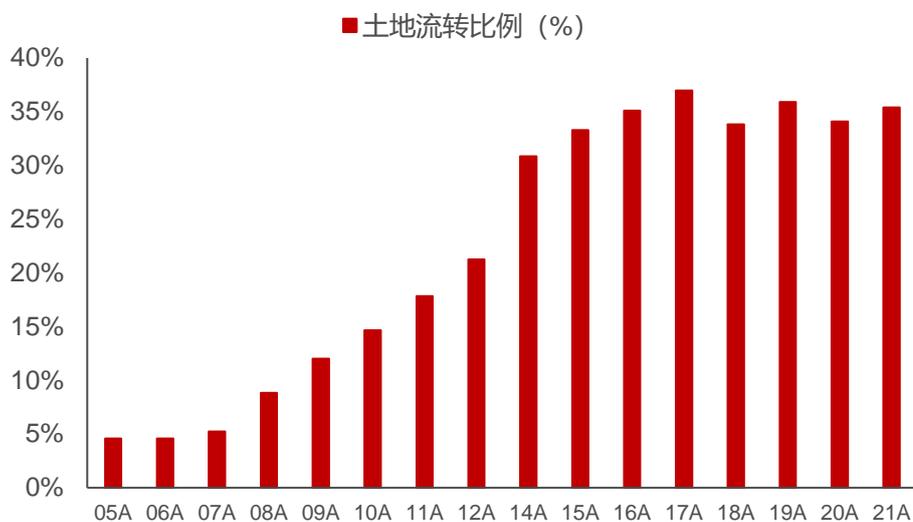


资料来源：威马农机招股书，农业机械，中国农业机械化协会等，民生证券研究院

3.2.2 土地流转持续推进

土地流转率的计算公式为：土地流转率=（家庭承包耕地流转总面积/家庭承包经营耕地面积）*100%。参考众鲤数据网数据及农村部数据，2021年我国土地流转比例达35.4%。

图22：我国土地流转比例情况

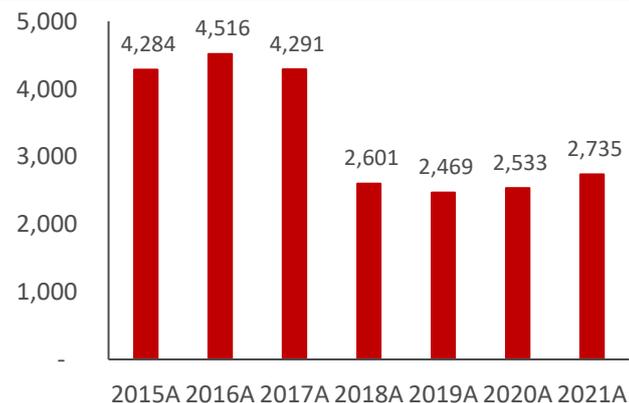


资料来源：众鲤数据网，民生证券研究院

3.3 近些年我国农机集中度提升

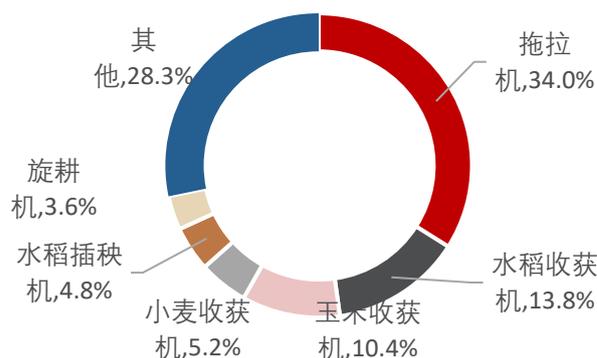
2021年，我国规模以上农机企业主营收入约2,735亿元，约占全球农机市场规模的24.2%。我国农机市场中，拖拉机占比最高（2021年占比达34%），其次分别是收获机械（水稻、玉米、小麦，合计占29.4%），插秧机（占4.8%）和旋耕机（占3.6%）。

图23：我国规模以上农机企业主营收入（亿元）



资料来源：威马农机招股书，民生证券研究院

图24：我国农机销售额占比（%，2021年）



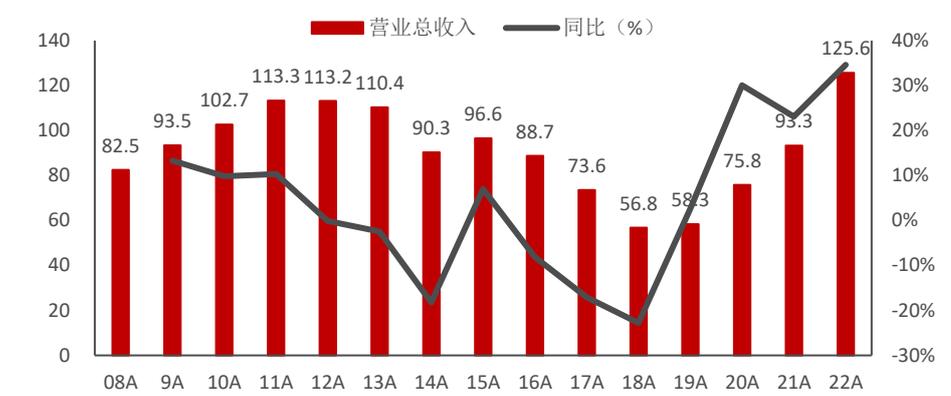
资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

3.3.1 近些年我国农机集中度提升

2009年—2015年，国产农机曾经经历过一次百亿时代。其中一拖股份、潍柴雷沃、山东时风、五征山拖年营业额都超过了百亿，其中时风总收入曾超过300亿元。上一个百亿时代发生在国内农机快速成长期和补贴黄金十年，企业充分享

受了补贴政策的红利、土地流转红利、行业快速增长的红利等叠加的利好，之后从2014年开始，先是拖拉机，紧接着联合收获机、插秧机、烘干机等细分行业逐次进入下行期，以及传随着的行业由集中走向极度分散，大企业经营规模逐年减少。

图25：一拖股份营收及同比情况（亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

2020年公共卫生事件以及近年逆全球化带来粮食安全战略深入实施、行业K值规范等对行业竞争的规范对行业低价无序竞争有所遏制，大企业最先表现出来实力是供应链保供能力，最先恢复供应链供应能力，大企业凭借一个危机体现了自己的价值，同时重新取得了行业生存的主导权。2020-2022年，大型企业快速占领市场。

从流通协会了解到的信息看，2022年拖拉机、小麦联合收获机、水稻联合收获机、玉米联合收获机、插秧机CR6市场占有率分别为75%、89%、93%、93%、94%，集中度已经达到了较高的水平。

表3：2022年部分农机市场集中度

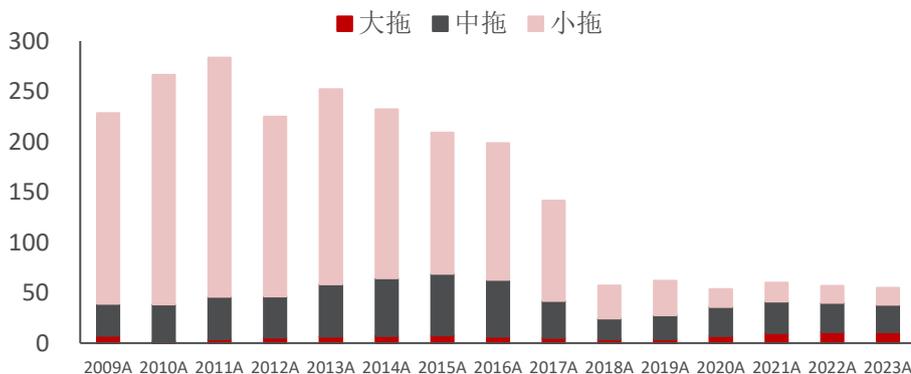
农机产品	家数 (个)	销量名次	占比 (%)	增减 (%)
大中拖	260	前6的品牌	74.92%	+8.04%
轮式谷物收割机	55	前5的品牌	88.89%	+5.28%
履带式谷物收割机	42	前6的品牌	93.11%	+3.96%
玉米收割机	97	前6的品牌	92.80%	+8.12%
插秧机	70	前10的品牌	93.58%	+6.0%

资料来源：农业机械，民生证券研究院

3.3.2 拖拉机：中大拖占比提升，头部企业份额提升

2009-2023年，我国拖拉机产量从228万台降至55万台，降幅达75.9%，但中大拖占比从2009年的17.2%提升至2023年的69.2%。

图26: 我国拖拉机产量情况 (万台)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

从排放标准看, 我们估算得出, 国 1&2 标的拖拉机保有量占目前保有量达 73.4%, 马力占比达 66.3%, 在以旧换新的政策下有望加快淘汰。

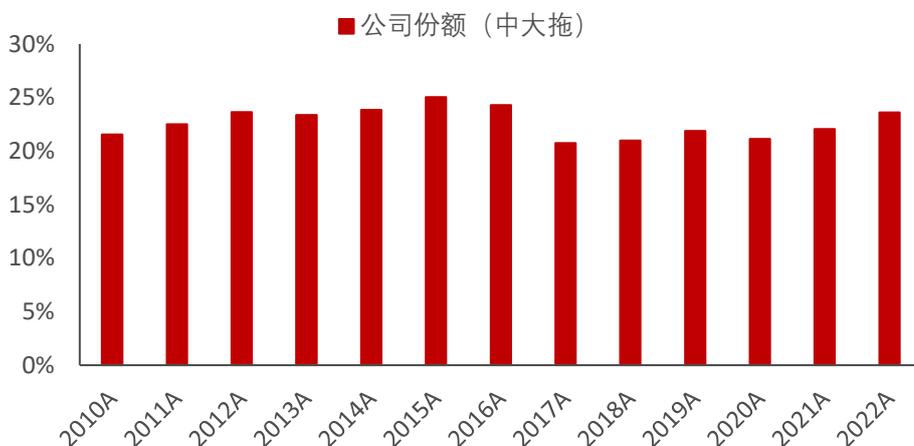
表4: 拖拉机保有量及国标占比 (万台, 马力)

排放标准	起始时间	截止时间	拖拉机保有量	占保有量比	马力估算	马力占比
国零		2008-09-31	-	-	-	-
国一	2008/10/1	2010-09-31	460	20.5%	9,144	17.0%
国二	2010/10/1	2016/3/31	1,187	52.9%	26,419	49.2%
国三	2016/4/1	2022/11/30	550	24.5%	16,142	30.1%
国四	2022/12/1	至今	48	2.2%	1,946	3.6%

资料来源: 农业农村部, 民生证券研究院测算

一拖股份作为国内拖拉机龙头, 其份额底部从 2017 年开始逐步回升, 公共卫生事件后持续回升, 得益于自身完整的供应链实力。

图27: 一拖股份在中大拖中的市占率情况



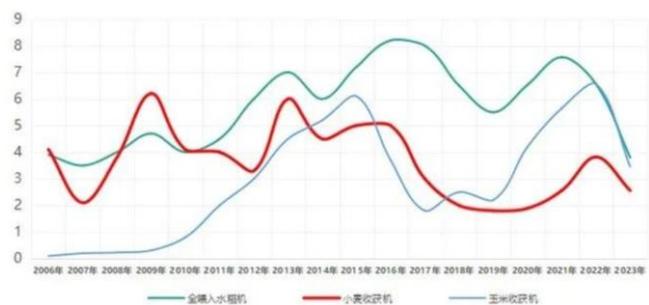
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3.3.3 收获机: 三大品类, 格局持续优化

主要包括水稻收获机、玉米收获机、小麦收获机, 三者合计占我国农机市场规

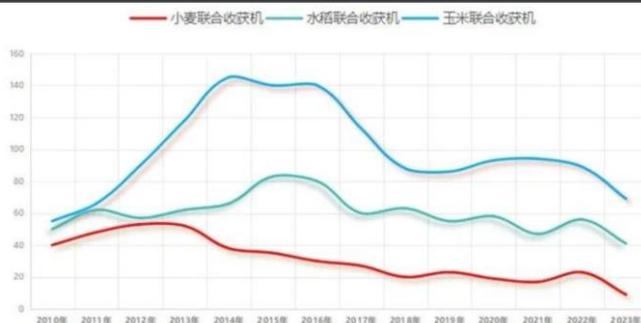
模达 29.4% (2021 年), 接近拖拉机市场规模。从 2006-2023 年三大联合收获机销量及生产企业数来看, 2013-2015 年是上一轮销量高点, 随后进入低潮期, 2018-2019 年触底后销量开始回升, 2022 年再次见顶, 2023 年回落, 可能与 2022 年国四标提标有关; 企业数呈现趋势性下降的走势。

图28: 我国三大联合收获机销量变化趋势 (万台)



资料来源: 农机通网站, 民生证券研究院

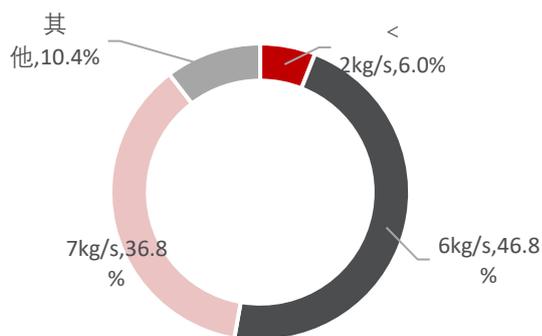
图29: 我国三大联合收获机生产企业数量 (个)



资料来源: 农机通网站, 民生证券研究院

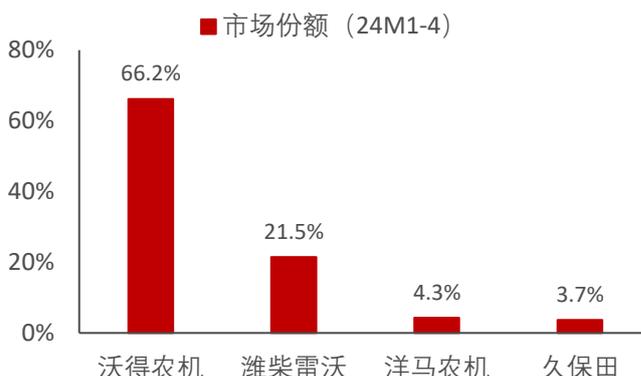
水稻收获机, 传统四大主流农机 (轮式拖拉机、小麦收割机、玉米收割机、水稻收割机) 之一, 水稻耕种收综合机械化率已超 85.6% (2021 年), 水稻在机收环节已基本实现了机械化生产, 新增市场需求占比较小, 市场需求整体进入存量更新阶段。但随着产品不断迭代升级, 也可能出现产品创新激发市场需求的局面。比如, 提升产品喂入量, 提高作业效率; 升级产品功能, 机器智能化升级, 一机多用, 不仅可以收水稻, 还可以兼收油菜、大豆、荞麦、高粱、青稞、谷子等农作物。2022 年的水稻收割机市场, 还有以下 3 个特点: “双沃争霸” 竞争持续升级, 品牌格局方面表现为 “强者更强”, 生产企业数量继续减少, 小厂被迫退出行业, 水稻收割机喂入量继续上延。2022 年, 水稻收割机全年公示补贴销量 7.7 万台, 机型占比最大的是 6kg/s (占 46.8%, 同比降 5%), 其次是 7kg/s (占 36.8%, 同比增 16%), 此外, 适合丘陵山区的小型机 (2kg/s 以下) 销量近 0.46 万台, 占总销量 6%。从 2024 年 1-4 月前十热销水稻收割机销量看, 沃得农机占比 66.2%, 潍柴雷沃占 21.5%, 日本洋马占 4.3%, 久保田占比 3.7%。

图30: 我国水稻收割机不同机型销量占比 (2022 年)



资料来源: 农机 360 网, 民生证券研究院

图31: 我国水稻收割机市场份额 (% , 2024M1-M4)



资料来源: 农机 360 网, 民生证券研究院

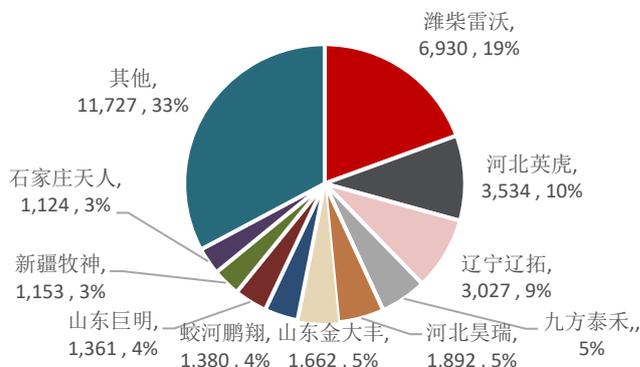
玉米收获机，相对于小麦、水稻等谷物，玉米不仅具有株高较高、秸秆质地坚硬、收获期籽粒含水率较高，玉米机收难度相对较大，对作业机械的适应性、可靠性以及剥皮、脱粒效果等均是较大考验。2012年，在补贴政策拉动、刚性需求、两行与三行小型机产品成熟度提升等有利因素促使下，该年玉米机市场增长较快，正式开启了玉米机产品性能和品质成熟升级的跨越之门，市场销量连年增长，2014年市场销量更是接近8万台，达到了近10年来年度销量的顶峰。经过了多轮竞争，目前国内玉米收获机械形成了以雷沃、英虎、牧神、勇猛、迪马、金大丰等品牌的主力阵营，品牌集中度在不断上升，2023年10大玉米收获机合计补贴销量23,982台，占全国总补贴销量的67.16%，龙头潍柴雷沃份额19%。

图32：2004年以来玉米收割机销量及同比（万台）



资料来源：农机通，民生证券研究院

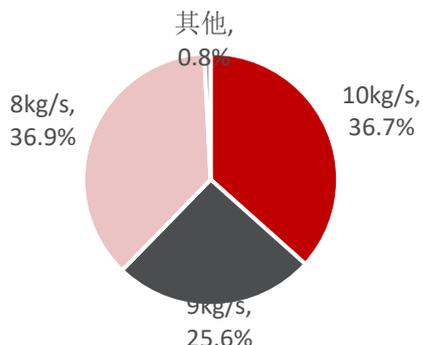
图33：我国玉米收割机市场份额（2023年，台）



资料来源：农机360网，民生证券研究院

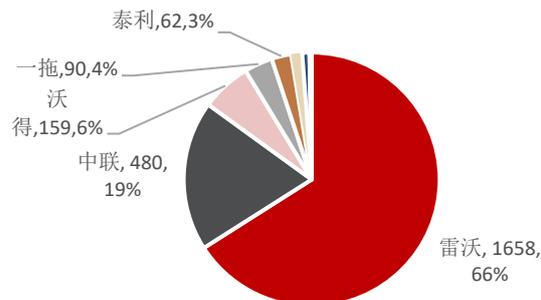
小麦收获机，2023年小麦收割机市场，经历了“三连增”后，出现断崖式下跌，销量已低于2020年水平，但还高于2019年水平，创下自2011年来的第三次低谷，前两次年补贴销量不足1.8万台的年份分别是2018年和2019年。2023年全年公示补贴销量1.77万台，同降50.27%，销量减少近1.8万台。小麦收割机生产厂家数量依然在减少：从2012年顶峰时期的53家，逐步下滑到了2023年的11家，十二年间减少42家企业，八成的企业消失，只留两成。从小麦收割机行业的品牌竞争格局来看，已成潍柴雷沃“一枝独秀”的局面，潍柴雷沃占了2023年小麦收补贴公示销量的3/4，似乎成了难以撼动的竞争格局。

图34：我国不同机型小麦收获机销量占比（2023年）



资料来源：农机360网，民生证券研究院

图35：2024年4月小麦收获机各家销量及占比（台）



资料来源：农机江湖，民生证券研究院

3.4 国产拖拉机价格优势显著

我们比较国产与外资拖拉机品牌价格可以看出,相同马力段的产品,我国的价格约是进口产品的 1/3~1/2,不仅与欧美产品价差较大,且与日本久保田的产品价差也较大,产品价格优势显著。一拖股份与潍柴雷沃的价格比其他国内品牌价格高有一定溢价。

表5: 2024 年以来补贴机型的价格比较 (截至 2024 年 3 月)

马力段 (马力)	企业	主力机型	均价 (万元)
250	爱科公司	麦赛福格森 MF2504-A	105-115
	凯斯纽荷兰	纽荷兰 T2504	123
240	凯斯纽荷兰	2404	98-102
	潍柴雷沃	M2404-7R(G4)	39.5
230	潍柴雷沃	MW2304-6(G4)	36.58
	江苏常发	CFK2304 (G4)	32.5
210	约翰迪尔	6M-2104(G4)	88.5-89.5
	一拖股份	LD2104(G4)	27.5
200	爱科公司	MF2004-B	88
	潍柴雷沃	M2004-5G(G4)	25.28-25.30
	一拖股份	LN2004(G4)	23.6
	一拖股份	LX2004-M	22.99-23.0
	常州东风	DF2004-5A(G4)	21.50-22.95
150	约翰迪尔	6E-1504-PL (G4)	50.0-51.5
	凯斯纽荷兰	T1504	48
	一拖股份	LX1504(G4)	19.8
140	约翰迪尔	6E-1404-P(G4)	34
	爱科公司	MF1404-B	29-32
	一拖股份	LY1404-L(G4)	16.80-17.38
	江苏沃得	WF1404-3(G4)	14.06
90~100	久保田	M954-KQ(G4)	19.68-20.60
	久保田	M954-K(G4)	18.2-18.9
	潍柴雷沃	M1004-4X(G4)	13.6
	潍柴雷沃	M904-Y(G4)	11.2
	一拖股份	LX904(G4)	10.08
	常州东风	DF1004-9(G4)	9.80-10.15
	常州东风	DF904-9(G4)	9.62-10.18
	江苏常发	CFE1004-2X (G4)	11
	江苏沃得	WB1004-1(G4)	8.50-10.95
70	久保田	M704-K(G4)	13.8
	潍柴雷沃	M704-2S(G4)	6.9-7.6
	一拖股份	ME704-6(G4)	6.45-7.70
	常州东风	DF704(G4)	7.9
	江苏沃得	WD704-K(G4)	6

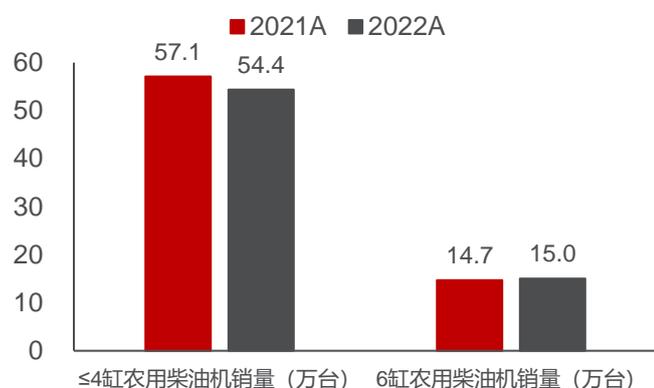
资料来源: 数说农机, 民生证券研究院

4 掌握柴油机核心技术，强化出海战略

4.1 柴油机自产的拖拉机龙头

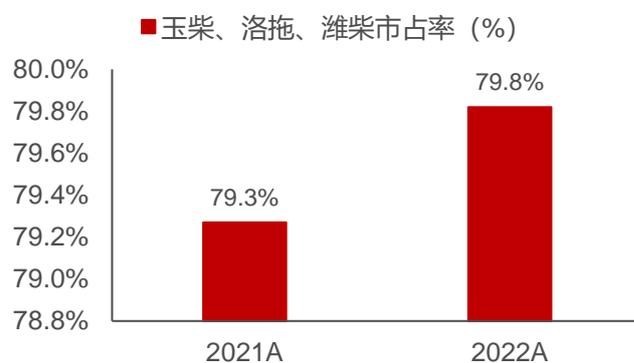
据《2022 年农用柴油机发展简述》统计主要 16 家多缸柴油机销售数据，2021 年≤4 缸农用柴油机计销 57.1 万台，同比降 4.82%；2021 年 6 缸农用柴油车计销 14.7 万台，同比升 2.19%。另外，2022 年我国大拖配用约 6 万台 6 缸机，约 28 万台 4 缸柴油机。

图36：2021-2022 年我国农用柴油机销量结构情况



资料来源：《2022 年农用柴油机发展简述》(邵仁恩)，民生证券研究院

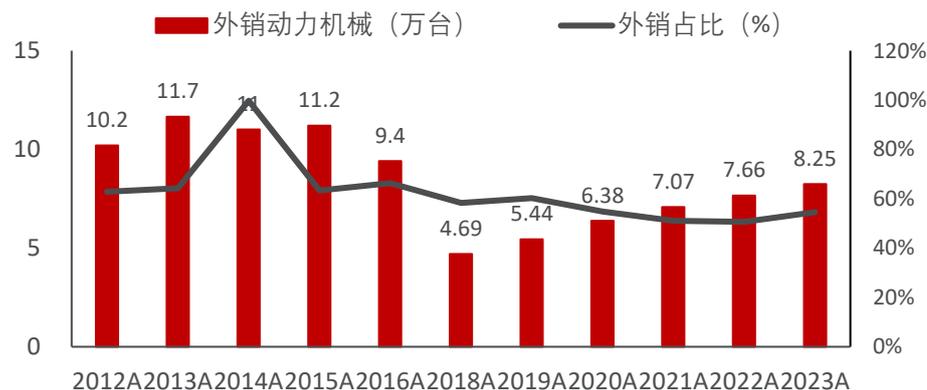
图37：玉柴、洛拖、潍柴在农用 6 缸柴油机销量中份额



资料来源：《2022 年农用柴油机发展简述》(邵仁恩)，民生证券研究院

2013~2023 年，一拖股份动力机械外销台数介于 4.7~11.7 万台，部分搭配自己的拖拉机，但 50%以上是外销，公司的产品获得同样的充分认可。

图38：一拖股份动力机械外销台数及外销占比情况

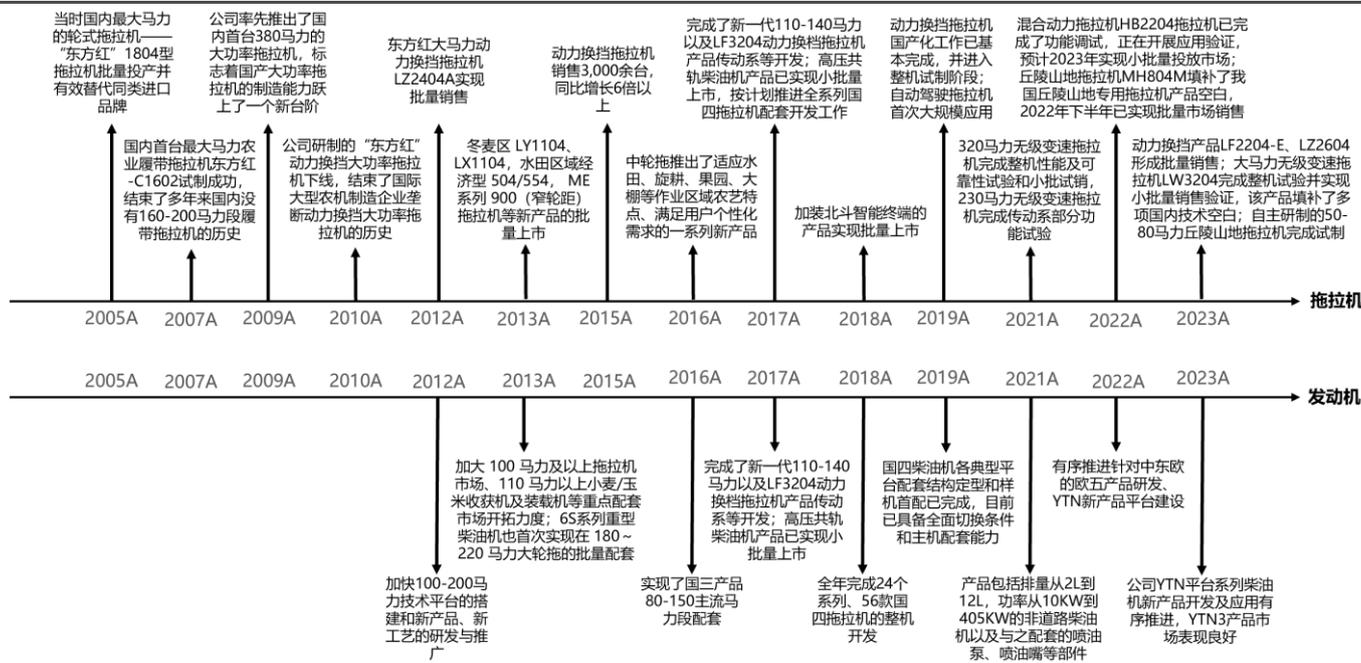


资料来源：一拖股份公告，民生证券研究院

公司是我国为数不多的柴油机自供且外供的企业，是我国多缸农用柴油机龙头，尤其 6 缸农用柴油机。公司柴油机技术升级过程：2009-2011 年，公司在 55 马力以上的农用多缸柴油机国内市占率达 60%~62%；2013 年，6s 系列重型柴油首次实现在 180~220 马力大轮拖的批量配套；2017 年，高压共轨柴油机小批

量上市，完成 110~140 马力及 LF3204 动力换挡传动系统开发；2019 年，完成国四柴油机各典型平台配套结构定型和样机配套；2022 年，推进针对东欧的欧五产品研发、YTN 新产品平台建设。

图39：2005-2023 年公司拖拉机及发动机重要技术迭代情况

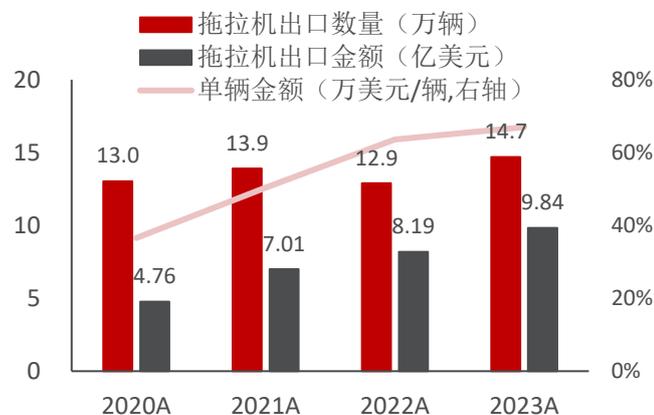


资料来源：一拖股份公告，民生证券研究院

4.2 出海经验丰富，强化出海战略

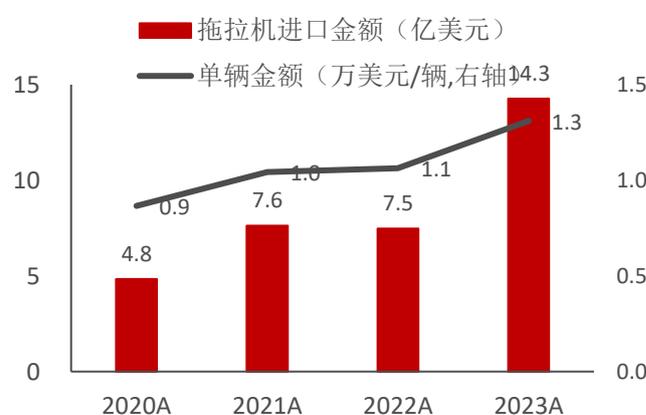
2020-2023 年，我国出口拖拉机销量从 13 万辆提升至 14.7 万辆，出口金额从 4.76 亿美元提升至 9.84 亿美元，单辆金额从 0.37 万美元提升至 0.67 万美元；我国进口金额从 0.48 亿美元提升至 1.43 亿美元，均价为 9-13 万美元。可以看出，我国拖拉机贸易顺差显著，但出口拖拉机以中低端为主。

图40：2020-2023 年我国出口拖拉机辆价情况



资料来源：海关总署，民生证券研究院

图41：2020-2023 年我国进口拖拉机金额及均价

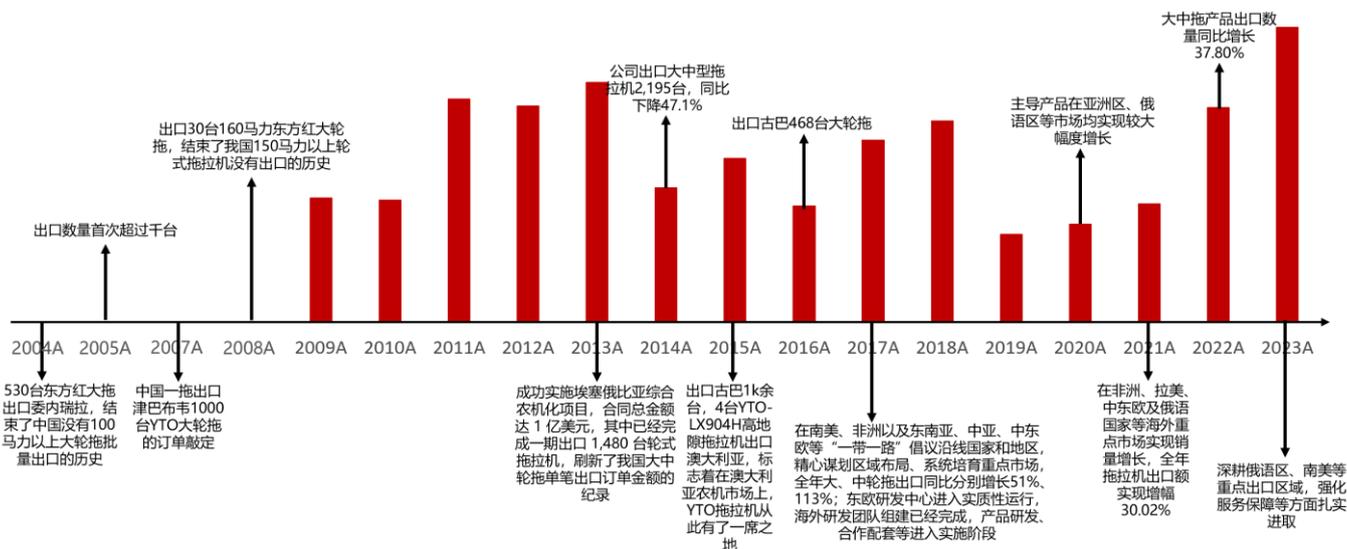


资料来源：海关总署，民生证券研究院

一拖股份作为国内的拖拉机龙头，出口历史悠久，2004 年大拖批量出口委内瑞拉，结束了我国没有 100 马力以上拖拉机批量出口的历史；2005 年出口台数超

千台；2008年结束了我国150马力以上轮式拖拉机没有出口的历史，上一轮出口的高增在2014年结束，主要受全球宏观经济的扰动。2015-2016年，公司与古巴签订较大合同；2017年公司开始精心谋划南美、非洲及“一带一路”倡议沿线国家市场，东欧研发中心有实质性进展。

图42：2004-2023年公司出口情况（亿元）



资料来源：一拖股份公告，一拖股份官网，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主营产品包括农业机械及动力机械：

1) 农业机械，主要指拖拉机的销售业务，2018-2023 年该业务营收复合增速约 15.7%，2023 年营收出现同比下滑主要与 2022 年执行非道路车辆国四标（提标）有关，导致销售前移，预计后续销售将回归正常，毛利率从 2018 年的 6.8% 提升至 2023 年的 14.5%，我们预计后续随着土地流转的继续推进以及出口业务的带动，公司拖拉机销售业务将保持稳健的增长，考虑到基数问题，我们给予 2024-2026 年农业机械业务营收增速分别是 12.2%/13.0%/14.5%，考虑到目前拖拉机行业销售结构上大马力拖拉机销售好于中马力拖拉机，大马力拖拉机毛利率高于中马力拖拉机，给予 2024-2026 年该业务毛利率分别是 15.8%/16.2%/16.5%；

2) 动力机械，主要指柴油机销售业务，公司的动力机械最近几年的外销比例约 50%~55%，2018-2023 年该业务营收复合增速约 18.0%（内供+外销），毛利率从 2018 年的 7.0% 提升至 2023 年的 12.0%，拖拉机柴油机需求从单缸到多缸，从 4 缸到 6 缸，与农机的大型化趋势一致，在产品升级的趋势下，我们保守预计 2024-2026 年，公司动力机械业务营收增速分别是 12.2%/13.0%/14.5%，毛利率维持 2023 年的 12.0% 的水平。

期间费用率：

1) 销售费用率：2021-2023 年，公司销售费用率为 2.2%/1.8%/2.1%，整体相对稳定，我们假设 2024-2026 年销售费用率保持在 2023 年的 2.1% 的水平；

2) 管理费用率：2021-2023 年，公司管理费用率为 3.9%/3.2%/3.1%，整体呈现向下趋势，这与公司“提质增效”的经营策略有关，考虑到目前管理费用率已经降至较低位置，我们假设 2024-2026 年管理费用率保持在 2023 年的 3.1% 的水平；

3) 研发费用率：2021-2023 年，公司研发费用率为 4.5%/4.2%/4.0%，整体呈现向下趋势，这与公司提前布局国四标车辆研发有关，2023 年已经全面执行国四，研发压力减小，但公司目前开始加大对欧五标等研发投入，我们假设 2024-2026 年研发费用率保持在 2023 年的 4.0% 的水平。

表6：公司分业务预测情况

	单位	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营收总收入	百万元	9,333.8	12,563.8	11,533.8	12,774.2	14,289.7	16,232.2
	YoY %	23.1%	34.6%	-8.2%	10.8%	11.9%	13.6%
农业机械		8,462.5	11,647.5	10,563	11,851	13,392	15,334
	YoY %	24.6%	37.6%	-9.3%	12.2%	13.0%	14.5%
动力机械		2,277.5	2,575.5	2,978.5	3,341.9	3,776.3	4,323.9
	YoY %	19.5%	13.1%	15.6%	12.2%	13.0%	14.5%
总成本	百万元	7,712.9	10,497.1	9,640.2	10,501.7	11,668.2	13,184.6
毛利	百万元	1,620.9	2,066.7	1,893.6	2,272.5	2,621.5	3,047.6
农业机械	百万元	1,208.2	1,636.2	1,531.6	1,872.5	2,169.5	2,530.0
动力机械	百万元	288.0	322.2	356.5	400.0	452.0	517.6
毛利率	%	16.3%	15.7%	16.4%	17.8%	18.3%	18.8%
农业机械	%	14.3%	14.1%	14.5%	15.8%	16.2%	16.5%
动力机械	%	12.6%	12.5%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
销售费用率	%	2.2%	1.8%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
管理费用率	%	3.9%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
研发费用率	%	4.5%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%

资料来源：一拖股份公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

我们选择相对估值法对一拖股份进行估值分析。考虑到国内上市的主要农机企业(星光农机, 威马农机等)均没有一致预期, 选择有部分农机业务的中联重科、潍柴动力、征和工业、宗申动力作为参考公司。其中中联重科销售农机整机, 潍柴动力旗下潍柴雷沃是国内头部农机企业, 征和工业主要销售农机链系统, 宗申动力销售微耕机等。我们对比可以看出, 一拖股份的 2024-2025 年 PE 估值与可比公司的 PE 估值基本相当, 估值具备一定的安全边际。

表7：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000157	中联重科	6.58	0.43	0.53	0.67	0.83	15	13	10	8
000338	潍柴动力	13.35	1.04	1.31	1.53	1.75	13	10	9	8
003033	征和工业	22.51	1.42	1.90	2.38	2.90	16	12	9	8
001696	宗申动力	11.78	0.32	0.56	0.63	0.73	37	21	19	16
平均	-	-	-	-	-	-	20	14	12	10
601038	一拖股份	14.65	0.89	0.99	1.19	1.42	17	15	12	10

资料来源：同花顺，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用同花顺一致预期，股价时间为 2024 年 7 月 30 日

5.3 投资建议

基于上述分析，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别是 11.14/13.42/15.97 亿元，对应估值分别是 15x/12x/10x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 市场竞争加剧的风险。当前我国农业机械市场需求仍以产品更新换代为主，传统产品同质化严重，各农机企业陆续跟进推出国四产品，导致一定时期内竞争压力增大。同时，随着国家粮食安全战略的深入实施和对农业发展的支持，农业机械行业面临的良好发展前景也吸引了其他跨界企业介入，也可能加剧行业竞争。

2) 海外市场开拓风险。近年来，公司一直积极开拓国际市场，并取得良好效果。但是，国际市场的经营环境复杂多变，地缘政治、贸易政策、税收制度、汇率波动等不确定、不稳定因素较多，可能导致公司出口业务发展不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11,534	12,774	14,290	16,232
营业成本	9,697	10,502	11,668	13,185
营业税金及附加	49	54	61	69
销售费用	241	267	299	339
管理费用	361	400	447	508
研发费用	461	511	572	650
EBIT	786	1,099	1,329	1,579
财务费用	-46	-27	-36	-52
资产减值损失	-16	-20	-22	-25
投资收益	122	128	143	162
营业利润	996	1,235	1,488	1,771
营业外收支	7	3	4	4
利润总额	1,003	1,238	1,491	1,775
所得税	14	124	149	177
净利润	989	1,114	1,342	1,597
归属于母公司净利润	997	1,114	1,342	1,597
EBITDA	1,126	1,452	1,709	1,978

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,770	3,539	4,870	6,480
应收账款及票据	394	414	484	549
预付款项	211	228	254	287
存货	1,514	1,994	2,215	2,503
其他流动资产	1,600	1,466	1,504	1,552
流动资产合计	6,488	7,641	9,326	11,371
长期股权投资	664	792	935	1,097
固定资产	2,269	2,098	1,907	1,697
无形资产	697	699	696	692
非流动资产合计	7,330	7,494	7,402	7,308
资产合计	13,817	15,134	16,728	18,679
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	4,479	4,645	5,161	5,832
其他流动负债	1,566	1,962	2,078	2,252
流动负债合计	6,045	6,607	7,239	8,084
长期借款	200	200	200	200
其他长期负债	353	351	371	364
非流动负债合计	553	551	571	564
负债合计	6,598	7,158	7,810	8,648
股本	1,124	1,124	1,124	1,124
少数股东权益	528	528	528	528
股东权益合计	7,219	7,977	8,918	10,032
负债和股东权益合计	13,817	15,134	16,728	18,679

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-8.20	10.75	11.86	13.59
EBIT 增长率	-2.04	39.85	20.96	18.84
净利润增长率	46.39	11.77	20.42	19.01
盈利能力 (%)				
毛利率	15.89	17.79	18.35	18.78
净利润率	8.65	8.72	9.39	9.84
总资产收益率 ROA	7.22	7.36	8.02	8.55
净资产收益率 ROE	14.90	14.96	15.99	16.80
偿债能力				
流动比率	1.07	1.16	1.29	1.41
速动比率	0.71	0.78	0.91	1.03
现金比率	0.46	0.54	0.67	0.80
资产负债率 (%)	47.75	47.29	46.69	46.30
经营效率				
应收账款周转天数	10.49	10.49	10.49	10.49
存货周转天数	57.00	70.00	70.00	70.00
总资产周转率	0.86	0.88	0.90	0.92
每股指标 (元)				
每股收益	0.89	0.99	1.19	1.42
每股净资产	5.96	6.63	7.47	8.46
每股经营现金流	0.94	1.36	1.67	2.00
每股股利	0.32	0.36	0.43	0.51
估值分析				
PE	17	15	12	10
PB	2.5	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	12.67	9.83	8.35	7.21
股息收益率 (%)	2.18	2.44	2.93	3.49

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	989	1,114	1,342	1,597
折旧和摊销	341	353	380	398
营运资金变动	-138	140	269	380
经营活动现金流	1,056	1,523	1,876	2,243
资本开支	-84	-99	-97	-108
投资	-1,958	-262	0	0
投资活动现金流	-2,010	-361	-97	-108
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-50	-4	-17	0
筹资活动现金流	-346	-393	-448	-525
现金净流量	-1,296	769	1,331	1,611

插图目录

图 1: 公司发展历史	3
图 2: 公司产品情况	4
图 3: 公司股权结构情况 (截至 2024Q1)	5
图 4: 公司营业收入及同比情况 (亿元)	6
图 5: 公司归母净利润及同比情况 (亿元)	6
图 6: 公司毛利率及净利率情况	6
图 7: 公司期间费用率情况	6
图 8: 公司资产收益率及资产负债率情况	7
图 9: 公司销货现金/营收及资本支出/折旧摊销情况	7
图 10: 公司分业务营收占比情况	7
图 11: 公司分业务毛利率情况	7
图 12: 农业机械分类情况	9
图 13: 全球农机市场规模及同比 (%)	11
图 14: 全球农机市场区域分布占比情况 (% , 2021 年)	11
图 15: 我国农业总动力及同比情况	12
图 16: 我国农业主要子产业机械化率情况 (2021 年)	13
图 17: 我国耕种收主要农作物机械化率情况 (2021 年)	13
图 18: 我国农业子产业设备保有量 (2021 年)	13
图 19: 我国主要农机保有量情况 (2021 年)	13
图 20: 我国农机行业驱动因素	14
图 21: 我国农机补贴预算及同比情况	14
图 22: 我国土地流转比例情况	15
图 23: 我国规模以上农机企业主营收入 (亿元)	15
图 24: 我国农机销售额占比 (% , 2021 年)	15
图 25: 一拖股份营收及同比情况 (亿元)	16
图 26: 我国拖拉机产量情况 (万台)	17
图 27: 一拖股份在中大拖中的市占率情况	17
图 28: 我国三大联合收获机销量变化趋势 (万台)	18
图 29: 我国三大联合收获机生产企业数量 (个)	18
图 30: 我国水稻收割机不同机型销量占比 (2022 年)	18
图 31: 我国水稻收割机市场份额 (% , 2024M1-M4)	18
图 32: 2004 年以来玉米收割机销量及同比 (万台)	19
图 33: 我国玉米收割机市场份额 (2023 年, 台)	19
图 34: 我国不同机型小麦收获机销量占比 (2023 年)	19
图 35: 2024 年 4 月小麦收获机各家销量及占比 (台)	19
图 36: 2021-2022 年我国农用柴油机销量结构情况	21
图 37: 玉柴、洛拖、潍柴在农用 6 缸柴油机销量中份额	21
图 38: 一拖股份动力机械外销台数及外销占比情况	21
图 39: 2005-2023 年公司拖拉机及发动机重要技术迭代情况	22
图 40: 2020-2023 年我国出口拖拉机辆价情况	22
图 41: 2020-2023 年我国进口拖拉机金额及均价	22
图 42: 2004-2023 年公司出口情况 (亿元)	23

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 海外发达国家农业机械化起始时间、历时及基本实现农业机械化的农业劳动指标	10
表 2: 全球主要农机企业基本信息及营收情况 (亿美元)	11
表 3: 2022 年部分农机市场集中度	16
表 4: 拖拉机保有量及国标占比 (万台, 马力)	17

表 5: 2024 年以来补贴机型的价格比较 (截至 2024 年 3 月)	20
表 6: 公司分业务预测情况	25
表 7: 可比公司 PE 数据对比.....	25
公司财务报表数据预测汇总.....	28

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026