

非金融公司 | 公司深度 | 徐工机械 (000425)

优质资产注入增长动能，海外业务提升 盈利能力



| 报告要点

公司为国内工程机械龙头企业，2022 年徐工机械反向收购徐工有限，实现徐工集团工程机械板块的整体上市。上市后公司传统优势起重机械仍保持强势；土方机械、混凝土机械等高毛利产品竞争力增强；高空作业机械、矿山机械等业务加速发展。同时公司加大海外市场销售力度，海外经销商超过 300 家，高毛利产品占比及海外业务占比提升有望推动公司盈利能力持续增强。

| 分析师及联系人



田伊依

SAC: S0590524070001

徐工机械(000425)

优质资产注入增长动能，海外业务提升盈利能力

行业： 机械设备/工程机械
 投资评级： 买入（维持）
 当前价格： 6.53 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 11,816.17/8,120.09
 流通A股市值(百万元) 53,024.18
 每股净资产(元) 4.89
 资产负债率(%) 64.01
 一年内最高/最低(元) 8.14/4.91

股价相对走势



相关报告

- 《徐工机械(000425):公司海外业务持续放量,毛利率持续提升》2024.05.09
- 《徐工机械(000425):公司海外业务持续稳健发展》2024.02.23



扫码查看更多

投资要点

公司为国内工程机械龙头企业，2022年徐工机械反向收购徐工有限，实现徐工集团工程机械板块的整体上市。上市后公司传统优势起重机械仍保持强势，市占率连续多年居行业首位；土方机械、混凝土机械等高毛利产品竞争力增强；高空作业机械、矿山机械等业务加速发展。同时公司加大海外市场销售力度，海外经销商超过300家，高毛利产品占比及海外业务占比提升有望推动公司盈利能力持续增强。

➤ **行业情况：传统工程机械需求有望回暖，矿山设备等仍具有空间**
 起重机、混凝土机械、土方机械等传统工程机械产品主要受到基建投资、国标切换后的置换等因素影响，2021年5月至今国内需求持续下滑，中央财政在2023Q4增发国债1万亿元，2024年有望拉动设备需求逐步提升。中国高空作业平台市场起步较晚，近年高速发展，2019-2022年中国高空作业平台保有量增速分别为65.4%/62.8%/57.0%/36.0%，预计未来随着人工成本提升，行业有望维持较高增速。矿山设备全球市场空间广大，预计2025年矿山装备市场规模将达1308亿美元。

➤ **公司优势：核心产品市场地位领先，新兴潜力业务加速发展**

公司起重机械、土方机械、混凝土机械等主导产品具有领先地位，设备更新政策有望带来公司传统产品需求增加。公司矿山机械、高空作业车等新兴业务加速发展，高空作业机械迅速跻身国产龙头之列，2023年在中国企业中位列第一，全球市占率约为5.3%；公司矿机位列国内第一、世界第五，2019-2021年，矿机收入由13.50亿元上升至58.61亿元，CAGR达44.35%，新兴业务高速增长为公司带来空间。

➤ **优质资产注入&海外业务放量提升盈利能力，维持“买入”评级**

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为1034.08/1161.64/1306.46亿元，同比增速分别为11.37%/12.34%/12.47%，归母净利润分别为65.63/82.81/107.75亿元，同比增速分别为23.22%/26.17%/30.12%，EPS分别为0.56/0.70/0.91元/股，3年CAGR为26.47%。绝对估值法测得公司每股价值为8.87元，可比公司2024年平均估值15.36倍，鉴于公司土方机械等传统业务稳定增长，矿机等新业务有望持续放量，国外业务布局逐渐深入。综合相对估值法和绝对估值法，我们维持公司“买入”评级。

风险提示：原材料等价格波动风险，国际贸易风险，行业空间测算偏差风险

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 93817 | 92848 | 103408 | 116164 | 130646 |
| 增长率(%) | -19.67% | -1.03% | 11.37% | 12.34% | 12.47% |
| EBITDA(百万元) | 8374 | 10376 | 11423 | 14279 | 17487 |
| 归母净利润(百万元) | 4312 | 5326 | 6563 | 8281 | 10775 |
| 增长率(%) | -47.46% | 23.51% | 23.22% | 26.17% | 30.12% |
| EPS(元/股) | 0.36 | 0.45 | 0.56 | 0.70 | 0.91 |
| 市盈率(P/E) | 17.9 | 14.5 | 11.8 | 9.3 | 7.2 |
| 市净率(P/B) | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 9.0 | 8.1 | 7.2 | 6.4 | 5.2 |

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年08月21日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司为国内工程机械龙头企业，2022 年徐工机械反向收购徐工有限，实现徐工集团工程机械板块的整体上市。上市后公司传统优势起重机械仍保持强势，土方机械、混凝土机械等高毛利产品竞争力增强；高空作业机械、矿山机械等新兴潜力业务加速发展。同时公司加大海外市场销售力度，海外经销商超过 300 家，高毛利产品占比及海外业务占比提升有望推动公司盈利能力持续增强。

核心假设

- 土方机械业务方面，徐工机械挖掘机位居全球第六、中国第二，装载机位居全球第二、国内第一。2023 年受行业周期影响，下游需求减弱，公司挖掘机业务收入同比下滑，我们认为随着国内挖掘机需求逐步回暖，公司挖掘机业务有望恢复正增长，我们预测 2024-2026 年公司土方机械增长率将分别为 8%/12%/10%，对应营收分别为 243.65/272.89/300.18 亿元。
- 起重机械业务方面，起重机械为徐工机械传统优势产品，近两年公司起重机械业务稳步发展，市场份额保持行业领先。公司起重机械、移动式起重机持续保持全球第一，随车起重机、塔式起重机保持全球第三。我们预测 2024-2026 年公司起重机械增长率将分别为 5%/5%/10%，对应营收分别为 222.46/233.58/256.94 亿元。
- 混凝土机械业务方面，2023 年公司混凝土机械市场地位稳中有升，产品竞争力持续增强，混凝土机械稳居全球第一阵营，公司混凝土搅拌车、泵车等纯电动产品销量持续提升，电动化优势明显。我们预测 2024-2026 年公司混凝土机械增长率将分别为 10%/10%/8%，对应营收分别为 114.68/126.15/136.24 亿元。
- 高空机械业务方面，徐工机械高空作业机械迅速跻身行业国产龙头之列，2022-2023 年公司高空作业车位于中国第一位，2023 年公司高空作业车全球市占率为 5.3%。我们预测 2024-2026 年公司高空机械增长率将分别为 30%/25%/20%，对应营收分别为 115.48/144.35/173.22 亿元。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1034.08/1161.64/1306.46 亿元，同比增速分别为 11.37%/12.34%/12.47%，归母净利润分别为 65.63/82.81/107.75 亿元，同比增速分别为 23.22%/26.17%/30.12%，EPS 分别为 0.56/0.70/0.91 元/股。可比公司 2024 年平均估值 15.36 倍，公司土方机械等传统业务稳定增长，矿机等新业务有望持续放量，国外业务布局逐渐深入。综合绝对估值法和相对估值法，给予公司 2024 年 15 倍 PE，目标价 8.33 元，维持“买入”评级。

投资看点

- 短期来看，国内需求放量有望为公司带来新增量。2023 年，受房地产市场持续低迷等因素影响，国内工程机械行业仍处于下行调整期，随着国内设备更新等政策逐步落地，市场需求有望恢复，行业底部回暖有望带来公司需求增长。
- 长期来看，优质资产注入丰富徐工机械产品矩阵，精细化管理下，高毛利产品占比提升有望推动公司盈利能力进一步增长。2022 年吸收合并后，公司产品矩阵新增土方、混凝土、矿业和道路机械，业务板块划分更加明晰，整体收入结构更加均衡，产业结构优化。同时公司积极拓展海外布局，深度参与全球化进程。2022 年，公司占据全球 5.8% 的市场份额，蝉联全球工程机械行业第三，2023 年公司海外业务收入占比超过 40%。未来公司海外市场仍具有进一步放量空间。

正文目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1. 公司是国内外工程机械领域领先企业 | 7 |
| 1.1 公司发展历史悠久，改革重组及海外拓展扩大优势 | 7 |
| 1.2 公司是国内土方机械及起重机龙头企业 | 8 |
| 2. 传统工程机械行业需求有望逐步回暖 | 10 |
| 2.1 土方机械行业国内市场有望复苏 | 10 |
| 2.2 土方机械行业海外市场增速自然放缓 | 11 |
| 2.3 起重机械行业国内市场发展成熟 | 12 |
| 2.4 起重机械行业出口销量增加明显 | 14 |
| 3. 新兴工程机械行业仍具有空间 | 15 |
| 3.1 高空作业车行业国内市场高速发展 | 15 |
| 3.2 高空作业车行业海外需求稳定增长 | 17 |
| 3.3 矿山设备行业国内市场持续增长 | 19 |
| 3.4 矿山设备行业海外市场具有较大空间 | 20 |
| 4. 公司为国内工程机械行业龙头 | 20 |
| 4.1 反向吸收徐工有限，优质资产注入 | 20 |
| 4.2 公司全面加速海外业务发展 | 25 |
| 4.3 公司估值安全边际高，风险敞口逐步下降 | 27 |
| 5. 盈利预测、估值与投资建议 | 28 |
| 5.1 财务分析 | 28 |
| 5.2 盈利预测 | 32 |
| 5.3 估值与投资建议 | 34 |
| 6. 风险提示 | 36 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 公司发展历史悠久，改革重组及海外拓展扩大优势 | 7 |
| 图表 2: 公司股权结构（截至 2024 年一季报） | 8 |
| 图表 3: 公司首次及预留授予的限制性股票解除限售业绩考核 | 8 |
| 图表 4: 公司产品型号丰富 | 9 |
| 图表 5: 2018-2023 年公司营收 CAGR 为 15.89% | 10 |
| 图表 6: 2023 年土方机械占营收比重约 24% | 10 |
| 图表 7: 2024H1 挖机累计销量同比下降 5.2% | 11 |
| 图表 8: 2024 年 6 月挖机销量同比增长 5.3% | 11 |
| 图表 9: 2024H1 国内挖机累计销量同比增长 4.7% | 11 |
| 图表 10: 2024 年 6 月国内挖机销量同比增长 25.6% | 11 |
| 图表 11: 2024H1 挖机出口累计同比下降 13.8% | 12 |
| 图表 12: 2024 年 6 月出口挖机销量同比下降 7.5% | 12 |
| 图表 13: 2024-2026 年我国挖掘机销量预测 | 12 |
| 图表 14: 起重机分为四大类 | 13 |
| 图表 15: 2023 年汽车起重机销量占比较高 | 13 |
| 图表 16: 2018-2023 年随车、履带起重机销量上升 | 13 |

| | | |
|--------|---------------------------------|----|
| 图表 17: | 2018-2023 年汽车起重机、塔式起重机销量下滑 | 13 |
| 图表 18: | 2023 年中国起重设备市场有望持续增长 | 14 |
| 图表 19: | 起重机行业竞争格局清晰 | 14 |
| 图表 20: | 我国起重机出口量增加明显 | 14 |
| 图表 21: | 近两年汽车/随车/履带起重机内销销量下滑 | 14 |
| 图表 22: | 2023 年全球起重机制造商 10 强中有 3 家中国企业 | 15 |
| 图表 23: | 2022 年中国高空作业车租赁规模 124.53 亿元 | 16 |
| 图表 24: | 2022 年中国高空作业车保有量为 44.84 万台 | 16 |
| 图表 25: | 2021 年中国高空作业平台行业竞争格局 | 16 |
| 图表 26: | 2022 年中国高空作业平台行业竞争格局 | 16 |
| 图表 27: | 2023-2025 年中国高空作业平台市场保有量预测 | 17 |
| 图表 28: | 2022 年美国高空作业平台保有量 79.43 万台 | 17 |
| 图表 29: | 2022 年欧洲高空作业平台保有量 34.02 万台 | 17 |
| 图表 30: | 2021 年全球高空作业平台行业竞争格局 | 18 |
| 图表 31: | 2022 年全球高空作业平台行业竞争格局 | 18 |
| 图表 32: | 2023-2025 年美国/欧洲十国高空作业平台市场保有量预测 | 18 |
| 图表 33: | 2023 年我国矿山机械行业收入同比增长 5.2% | 19 |
| 图表 34: | 2023 年我国矿山机械行业利润同比增长 16.7% | 19 |
| 图表 35: | 我国采矿业固定资产投资连续近三年保持增长态势 | 20 |
| 图表 36: | 中国矿山机械贸易顺差持续扩张 | 20 |
| 图表 37: | 2023 年全球矿山装备市场规模超 1100 亿美元 | 20 |
| 图表 38: | 亚太地区是最大的矿山机械市场 | 20 |
| 图表 39: | 徐工有限部分一级子公司的营收及净利润情况 (单位: 亿元) | 21 |
| 图表 40: | 吸收合并前(2021 年)徐工机械业务机构 | 22 |
| 图表 41: | 吸收合并后(2022 年)徐工机械业务机构 | 22 |
| 图表 42: | 公司汽车起重机占比位于国内领先地位 | 22 |
| 图表 43: | 2022-2023 年公司起重机销售额位于国内第一 | 22 |
| 图表 44: | 2023 年公司土方机械销售额位于国内第二 | 23 |
| 图表 45: | 2023 年公司混凝土机械销售额位于国内第二 | 23 |
| 图表 46: | 公司矿机业务收入规模持续增长 | 23 |
| 图表 47: | 2021 年后矿业机械收入占营收比例明显增长 | 23 |
| 图表 48: | 公司高空作业机械收入维持较高增速 | 24 |
| 图表 49: | 2023 年公司在中国企业中位列第一 | 24 |
| 图表 50: | 徐工有限挖掘机/高空作业机械毛利率较高 | 24 |
| 图表 51: | 徐工机械起重机械/高空作业机械毛利率较高 | 24 |
| 图表 52: | 土方机械等高毛利产品占比提升 | 25 |
| 图表 53: | 徐工机械毛利率提升明显 | 25 |
| 图表 54: | 公司海外营收高速增长 | 25 |
| 图表 55: | 公司海外业务收入占比逐年提升 | 25 |
| 图表 56: | 公司全球布局逐步深化 | 26 |
| 图表 57: | 公司海外业务毛利率较高 | 26 |
| 图表 58: | 公司 2023 年全球市场份额约 5.3% | 26 |
| 图表 59: | 公司海外收入占比仍有上升空间 | 26 |
| 图表 60: | 公司出口亚太区域占比约 50% | 27 |
| 图表 61: | 公司土方机械出口占比较高 | 27 |
| 图表 62: | 公司 PE 在可比公司中相对较低 | 27 |
| 图表 63: | 公司 PB 在可比公司中相对适中 | 27 |
| 图表 64: | 近两年公司 ROE 处于同行中较高位置 | 28 |

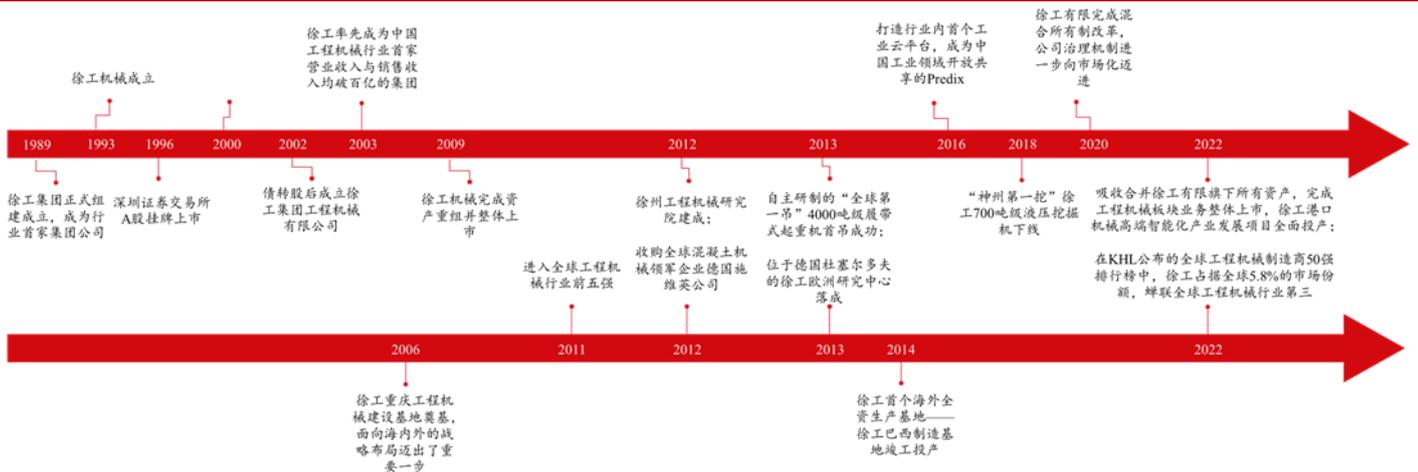
| | | |
|--------|--------------------------------------|----|
| 图表 65: | 徐工机械估值仍存在提升空间..... | 28 |
| 图表 66: | 2023 年公司表内敞口压降约 35 亿元 (单位: 亿元) | 28 |
| 图表 67: | 2023 年公司表外敞口压降约 45 亿元 | 28 |
| 图表 68: | 2023 年公司营收 928.48 亿元 | 29 |
| 图表 69: | 2023 年公司归母净利润同比增长 23.51%..... | 29 |
| 图表 70: | 2019 年至今公司盈利能力平稳中有所上升 | 29 |
| 图表 71: | 公司毛利率相对可比公司较低..... | 29 |
| 图表 72: | 公司起重及混凝土机械毛利率相对可比公司较低..... | 30 |
| 图表 73: | 公司净利率处于可比公司平均水平..... | 30 |
| 图表 74: | 2019 年至今公司期间费用逐步上升 | 30 |
| 图表 75: | 2019 年至今公司期间费用率低于可比公司 | 30 |
| 图表 76: | 2019-2022 年公司研发费用规模明显增加 | 31 |
| 图表 77: | 公司研发费用率在可比公司中维持低位..... | 31 |
| 图表 78: | 2022 年以来钢材价格回落企稳 | 31 |
| 图表 79: | 2022 年以来海运价格逐渐企稳 | 31 |
| 图表 80: | 2022 年以来美元汇率累计升值较大 | 32 |
| 图表 81: | 公司营收测算汇总 (百万元) | 33 |
| 图表 82: | 可比公司估值..... | 34 |
| 图表 83: | 基本假设关键参数..... | 34 |
| 图表 84: | FCFF 法估值表 | 35 |
| 图表 85: | FCFF 估值敏感性测试 | 35 |

1. 公司是国内外工程机械领域领先企业

1.1 公司发展历史悠久，改革重组及海外拓展扩大优势

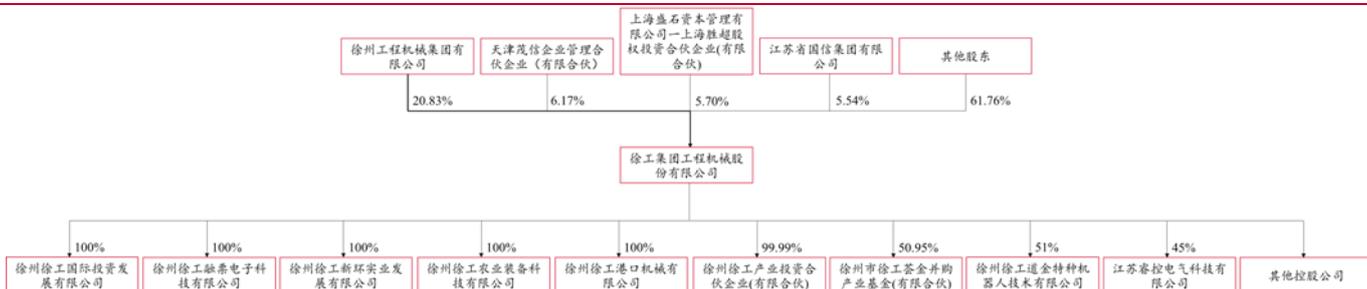
徐工机械成立于1993年，并于1996年在深交所上市，主营业务为生产筑路机械、铲运机械及混凝土机械。公司成立初期业务以起重机为主，形成了筑路、铲运和混凝土三大类工程机械主机生产格局。在债转股等一系列改革后，公司率先成为中国工程机械行业首家营收破百亿的集团。完成混改后，公司于2022年反向收购徐工有限，资产进一步扩大。在全球化发展路线下，2012年徐工收购德国施维英，并在海外打造研究和制造基地增强全球竞争力。目前，徐工已成长为全球工程机械行业前列的领军企业。

图表1：公司发展历史悠久，改革重组及海外拓展扩大优势



资料来源：公司官网，国联证券研究所

公司股权结构多元化，有利于激发公司发展活力。公司实控人为徐州工程机械集团有限公司，持股比例约为20.83%，公司国内下设有徐州工程机械集团进出口有限公司、徐州徐工筑路机械有限公司、徐州重型机械有限公司等31家全资控股子公司，并先后成立三十余家海外分公司，全方位布局全球销售网络。

图表2：公司股权结构（截至 2024 年一季度）


资料来源：IFinD，公司官网，国联证券研究所

首次实行股权激励计划，利于提高员工积极性，聚焦长期盈利能力提升。2023 年，公司发布限制性股票激励计划（草案），以 2.94 元/股的回购价格授予限制性股票 1.18 亿股，约占公司股本总额的 1.00%，激励对象覆盖全体高管、中层干部，覆盖面较广并重点向人才倾斜，有利于提高员工积极性。业绩考核对 ROE、净利润及年度分红比例做出要求，聚焦长期盈利能力的提升，彰显公司未来发展信心。

图表3：公司首次及预留授予的限制性股票解除限售业绩考核

| | ROE | 净利润（亿元） | 分红比例 |
|----------------------|-----------------------------------|---|------|
| 第一个解除限售期 (2023 年) | ≥9% 且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平 | ≥53 且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平 | ≥30% |
| 第二个解除限售期 (2024 年) | ≥9.5% 且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平 | ≥58（或 2023-2024 年累计值不低于 111 亿元） 且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平 | ≥30% |
| 第三个解除限售期 (2025 年) | ≥10% 且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平 | ≥65（或 2023-2025 年累计值不低于 176 亿元） 且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平 | ≥30% |

资料来源：IFinD，国联证券研究所

1.2 公司是国内土方机械及起重机龙头企业

公司主营业务为工程机械的研发、制造、销售和服务，主要从事土方机械、起重机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械、高空作业机械、矿业机械、环卫机械、农业机械、应急救援装备和其他工程机械及备件的研发、制造、销售和服务工作。各个系列产品被广泛应用于基础设施和房地产等施工建设领域。

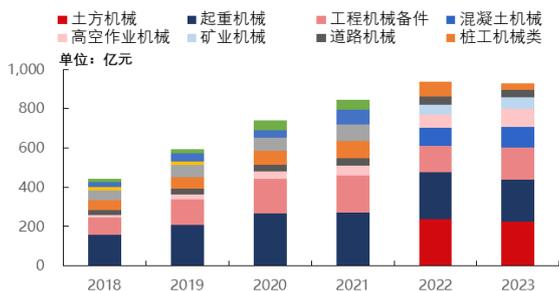
图表4：公司产品型号丰富

| 产品分类 | 部分产品类型 | 部分型号 | 示意图 |
|---------------|-----------|-----------------|--|
| 土方机械 | 挖掘机 | XE205GA |  |
| | | XE160GS | |
| | | XE85GA | |
| | 推土机 | D170/D170LGP | |
| | | D260/D260-LGP | |
| | | D200H/D200H-LGP | |
| 起重机械 | 塔式起重机 | XGL2160 | |
| | 汽车起重机 | XCT8L4_1 | |
| | 随车起重机 | GSQS500-5 | |
| | 履带式起重机 | XLC350 | |
| 混凝土机械 | 泵车推土机 | XE160GS | |
| | | XE85GA | |
| | | D170/D170LGP | |
| | 搅拌站 | HZS120VT | |
| | | HLS300V | |
| | 搅拌运输车 | G4804B (徐汽天然气) | |
| G2400J (重汽轻卡) | | | |
| 桩工机械 | 旋挖钻机 | XRT3200 | |
| | 地下连续墙液压抓斗 | XG700F | |
| | 双轮铣槽机 | XTC180 | |
| | 全回转套管钻机 | XRT3200 | |
| 高空作业机械 | 剪叉式高空作业平台 | XG1823ERT | |
| | | XG1523RT | |
| | 曲臂式高空作业平台 | XGA26K1 | |
| | | XGA16K | |
| | 直臂式高空作业平台 | XGS28K | |
| | | XGS34K II | |
| 农业机械 | 拖拉机 | XT2004-6D | |
| | | XT1604-6B | |
| | 收获机 | XR730 (G4 驾驶室) | |
| | | XR720 (G4 晴雨篷) | |
| | | XCA530 | |
| | | XCA430 | |

资料来源：IFind，公司官网，国联证券研究所

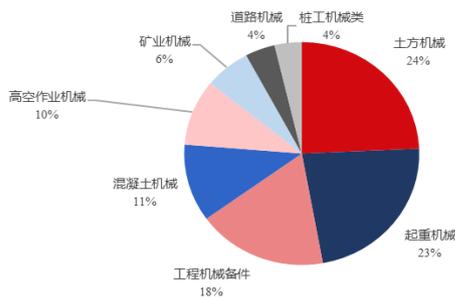
2018-2023 年公司业绩快速上升，营收由 444.10 亿元增长至 928.48 亿元，CAGR 为 15.89%，其中公司传统业务土方机械和起重机械均保持快速增长，高空作业机械等新业务也快速放量。2023 年受到下游需求减弱影响，公司实现营收 928.48 亿元，同比下降 1.03%；我们认为随着国内工程机械行业逐步回暖，公司业务发展有望得到支撑。

图表5：2018-2023 年公司营收 CAGR 为 15.89%



资料来源：IFiND，国联证券研究所

图表6：2023 年土方机械占营收比重约 24%



资料来源：IFiND，国联证券研究所

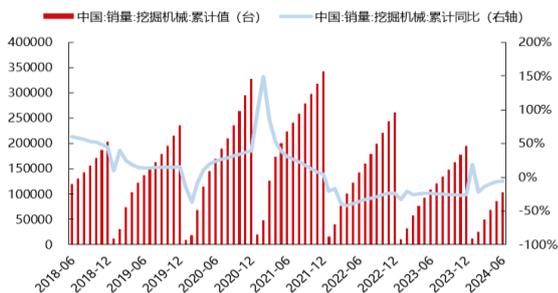
2. 传统工程机械行业需求有望逐步回暖

2.1 土方机械行业国内市场有望复苏

土方机械是指能够挖掘、铲运、推平、压实、破碎土壤和砂石等物料的机械，可分为挖掘机械、铲土运输机械（推土机、装载机等）、压实机械、运输机械等类型，各类细分产品品种齐全，广泛应用于基础设施建设、资源开发以及农业生产等领域。

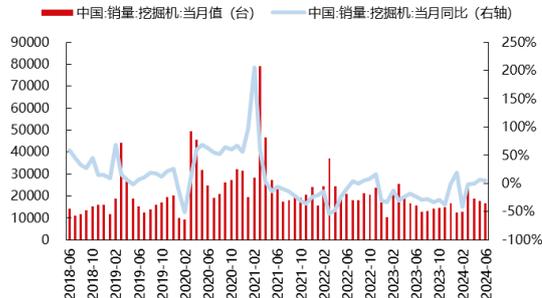
我们以挖掘机械为例，可以看到 2024Q2 开始，挖掘机销量有所改善，整体上行业仍处于底部周期，但销量降幅逐步收窄。2024H1 我国累计销售挖掘机 10.3 万台，同比下降 5.2%；其中 6 月销量 1.7 万台，同比增长 5.3%，从 2024 年 4 月开始，我国挖掘机单月销量同比增速已转正。自 2021 年下半年，我国工程机械行业步入下行周期，2024 年以来，我们认为行业已从底部周期逐步回暖，随着国家设备更新政策相继落地，需求有望稳步向上。

图表7：2024H1 挖机累计销量同比下降 5.2%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：2024年6月挖机销量同比增长 5.3%



资料来源：Wind，国联证券研究所

国内市场方面，2024H1 国内累计销售挖掘机 5.3 万台，同比增长 4.7%；其中 6 月销量 7661 台，同比增长 25.6%。由于宏观经济景气度不高，下游基建投资及房地产项目实施均有所放缓，目前国内工程机械行业需求仍较弱，但 2024 年 3 月份同比增速已回正，我们认为国内需求有望进一步回暖。

图表9：2024H1 国内挖机累计销量同比增长 4.7%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：2024年6月国内挖机销量同比增长 25.6%



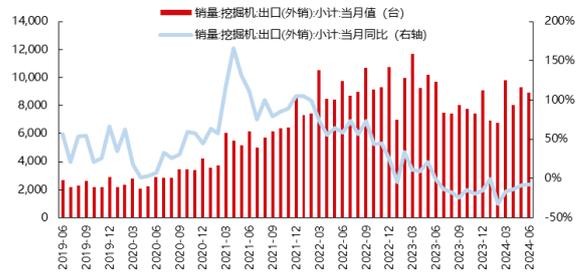
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 土方机械行业海外市场增速自然放缓

海外市场方面，挖掘机出口已由快速增长期逐步过渡到平稳发展期。2018-2022 年，我国挖掘机海外市场销量持续上升，从 1.91 万增加至 10.9 万台，CAGR 高达 54.7%；截至 2022 年，我国工程机械出口已形成较高基数，2023 年我国出口挖掘机 10.5 万台，同比增速由正转负，同比下降 4.0%。2024H1 我国累计出口挖掘机 5.0 万台，同比下降 13.8%；其中 6 月销量 8942 台，同比下降 7.5%，我们认为挖掘机出口由快速增长期逐步过渡到平稳发展期，受益于国产品牌去库存、去年同期低基数、海外部分地区需求温和复苏，下半年出口市场或有望恢复正增长。

图表11：2024H1 挖机出口累计同比下降 13.8%


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：2024年6月出口挖机销量同比下降7.5%


资料来源：IFinD，国联证券研究所

我们将挖掘机市场分为国内市场+国外市场，其中国内市场又拆分为更新需求+新增需求，我们假设①国内更新需求：挖掘机使用周期为8-10年，所以我们取2009-2011年3年国内挖掘机销量平均值为2019年更新需求，并依次类推预测2024-2026年需求；②国内新增需求：新增需求主要受到基建、房地产等下游需求影响，我们预测2024-2026年国内新增需求同比增速分别5%/5%/10%；③海外市场：考虑到2020年以来海外市场增长快速，已经成较高基数，我们预测2024-2026年海外市场销量同比增速分别为0%/5%/5%。

综上，我们预测2024-2026年我国挖掘机销量将分别18/20/25万台，2024年我国挖掘机销量或将处于底部弱复苏状态。

图表13：2024-2026年我国挖掘机销量预测

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 国内—更新需求（台） | 148397 | 128758 | 99027 | 80039 | 66061 | 81414 | 125981 |
| 国内—新增需求（台） | 144467 | 145599 | 52862 | 9941 | 10438 | 10960 | 12056 |
| 国内市场（台） | 292864 | 274357 | 151889 | 89980 | 76500 | 92374 | 138037 |
| 海外市场（台） | 34741 | 68427 | 109457 | 105038 | 105038 | 110290 | 115804 |
| 合计（台） | 327605 | 342784 | 261346 | 195018 | 181538 | 202664 | 253842 |
| YOY | | 4.63% | -23.76% | -25.38% | -6.91% | 11.64% | 25.25% |

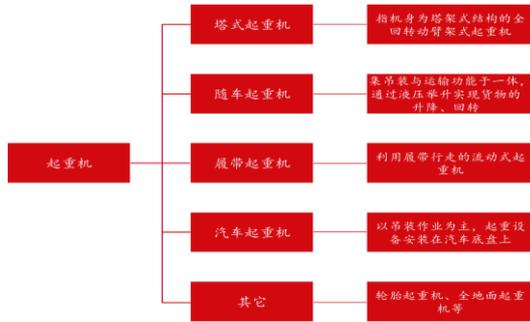
资料来源：Wind，IFinD，国联证券研究所测算

2.3 起重机械行业国内市场发展成熟

起重机械主要在企业内部用于进行物料的装卸、运输、升降、分拣、堆垛、储存和配送等，广泛应用于建筑、制造、采矿、航空、海运、物流等各个行业。常见的起重机类型主要有塔式起重机、履带起重机、汽车起重机、随车起重机等。从我国起重机制造的细分品类总体销量来看，2023年汽车起重机/随车起重机/塔式起重机/履带

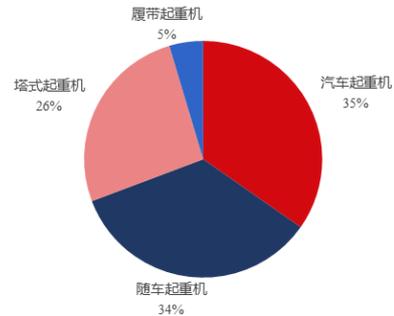
起重机销量占比分别为 35%/34%/26%/5% (不包含其他)。

图表14：起重机分为四大类



资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

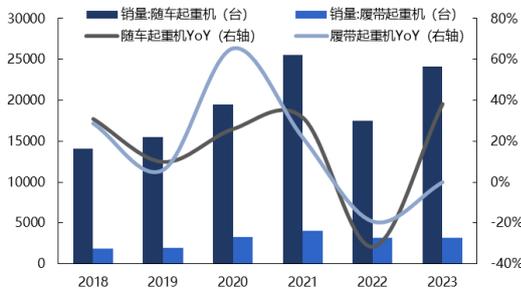
图表15：2023年汽车起重机销量占比较高



资料来源：IFind，国联证券研究所

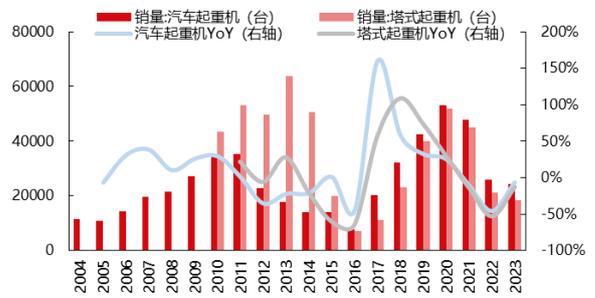
据中国工程机械工业协会工程起重机分会统计，2018-2023年，我国随车起重机、履带起重机销量呈现波动上升趋势，汽车起重机、塔式起重机销量有所下滑。2018-2023年随车起重机销量由14084增长至24108台，CAGR为11.35%；履带起重机销量由1878增长至3208台，CAGR为11.30%；汽车起重机销量由32072下滑至24258台，CAGR为-5.43%；塔式起重机销量由23000下滑至18282台，CAGR为-4.49%。

图表16：2018-2023年随车、履带起重机销量上升



资料来源：中国工程机械工业协会，国联证券研究所

图表17：2018-2023年汽车起重机、塔式起重机销量下滑



资料来源：中国工程机械工业协会，国联证券研究所

中国起重设备市场规模 2022 年为 119 亿美元，预计 2023 年全年将达到 130.6 亿美元，同比增长率为 9.7%。根据尚普咨询数据，2022 年全球起重设备市场规模达到 380 亿美元，预计 2023 年全年将达到 405.6 亿美元，同比增长率为 6.7%。其中，中国是全球最大的起重设备市场，2022 年占全球市场份额的 31.3%，预计 2023 年全年将达到 32.2%。

起重机行业竞争格局清晰，徐工机械、中联重科、三一重工三大厂商市场竞争优势明显。根据中研产业研究院数据，2022 年中国起重设备行业的市场集中度较高，前十大企业的市场份额合计为 69.5%，其中徐工集团保持了领先地位，占据了 20.2%

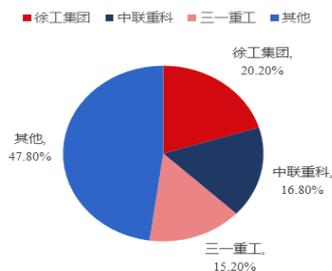
的市场份额;中联重科和三一重工紧随其后,分别占据了16.8%和15.2%的市场份额;其他主要企业包括浙江永强、山推股份、铁建重工、厦工股份、山河智能、浙江鼎力和利勃海尔等。

图表18: 2023年中国起重设备市场有望持续增长



资料来源: 尚普咨询, 国联证券研究所

图表19: 起重机行业竞争格局清晰

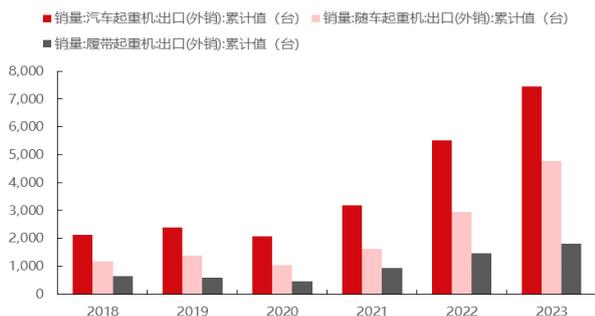


资料来源: 中研网, 国联证券研究所

2.4 起重机械行业出口销量增加明显

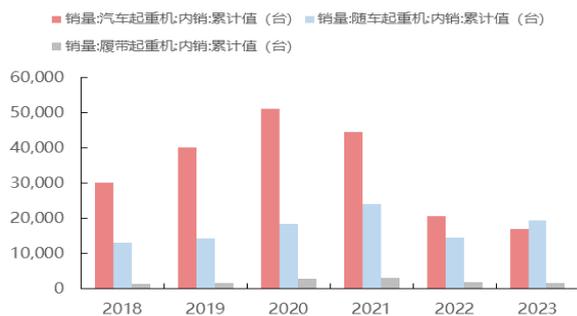
近年来我国起重机出口量增加明显,2018年我国汽车起重机/随车起重机/履带起重机出口量分别为2125/1173/636台,2023年上述起重机出口量分别为7438/4772/1795台,CAGR分别为28.5%/32.4%/23.1%。相较而言,近两年上述起重机内销销量有不同程度下滑。

图表20: 我国起重机出口量增加明显



资料来源: IFinD, 国联证券研究所

图表21: 近两年汽车/随车/履带起重机内销销量下滑



资料来源: IFinD, 国联证券研究所

2023全球起重机制造商10强企业总计销售额170.05亿美元,同比下降27.09%。除马尼托瓦克和特雷克斯2家美国企业外,其余8家企业销售额均出现不同程度下降,3家中国企业销售额同比降幅较为显著。利勃海尔再度跃居全球起重机制造商10强榜首。徐工位列第2位,中联重科、三一重工分列第3和第5位。

图表22：2023 年全球起重机制造商 10 强中有 3 家中国企业

| 2023全球起重机制造商10强 | | | | | |
|-----------------|---|-------------------------|----|--------------|-----------------|
| 排名 | 公司名称 | | 国别 | 销售额 (亿美元) | 同比 变化 (%) |
| 1 | 利勃海尔 (Liebherr Group) | LIEBHERR | 德国 | 38.31 | -2.10 |
| 2 | 徐工 (XCMG) | XCMG | 中国 | 34.53 | -33.90 |
| 3 | 中联重科 (Zoomlion Heavy Industry Science & Technology Co., Ltd.) | ZOOMLION 中联重科 | 中国 | 27.47 | -52.16 |
| 4 | 马尼托瓦克 (Manitowoc Company) | Manitowoc | 美国 | 20.33 | 18.15 |
| 5 | 三一重工 (Sany Heavy Industry Co., Ltd.) | SANY | 中国 | 18.34 | -46.69 |
| 6 | 多田野 (Tadano Ltd.) | TADANO | 日本 | 14.48 | -3.22 |
| 7 | 住友重机械 (Sumitomo Heavy Industries) | SUMITOMO | 日本 | 6.49 | -6.63 |
| 8 | 神钢建机 (KOBELCO Construction Machinery Co., Ltd.) | KOBELCO | 日本 | 4.37 | -9.73 |
| 9 | 特雷克斯 (TEREX Corporation) | TEREX | 美国 | 3.05 | 7.02 |
| 10 | 加藤制作所 (KATO Works Co., Ltd.) | KATO | 日本 | 2.69 | -16.79 |
| 合计 | | | | 170.05 | -27.09 |

资料来源：起重与吊装，国联证券研究所

3. 新兴工程机械行业仍具有空间

3.1 高空作业车行业国内市场高速发展

国内高空作业平台市场发展迅速，保有量稳步增长。当前我国劳动力成本上升，施工方和使用者的安全意识不断提升，使用高空作业平台有降低用人成本、高空坠落风险并提高工作效率的优势。2022 年中国高空作业平台租赁业市场收入规模达到 124.53 亿元，同比增长 13%，IPAF 预计 2023-2024 年收入规模将分别达到 155.29 亿元/177.96 亿元。2022 年中国高空作业平台租赁业市场设备保有量达到 44.84 万台，同比增长 36%，预计 2023 年市场保有量达 62.77 万台，保持 40% 的高速增长。

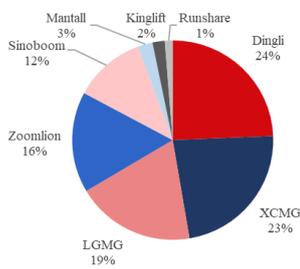
图表23：2022年中国高空作业车租赁规模124.53亿元


资料来源：IPAF，星邦智能招股书，浙江鼎力年报，国联证券研究所

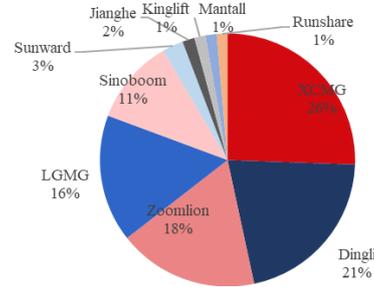
图表24：2022年中国高空作业车保有量为44.84万台


资料来源：IPAF，星邦智能招股书，浙江鼎力年报，国联证券研究所

《ACCESS INTERNATIONAL》发布了“全球高空作业平台制造企业”榜，我们以全球40强企业中的中国企业收入之和为国内市场总规模，测算了2021/2022年中国高空作业平台市场规模约为32.81/41.36亿美元。国内有浙江鼎力、徐工机械、中联重科等上市公司均从事高空作业平台业务，2022年徐工高空作业机械板块以首次超过10亿美元的收入成为跃居中国第一，全球第三。

图表25：2021年中国高空作业平台行业竞争格局


资料来源：《ACCESS INTERNATIONAL》，国联证券研究所测算

图表26：2022年中国高空作业平台行业竞争格局


资料来源：《ACCESS INTERNATIONAL》，国联证券研究所测算

中国高空作业平台市场起步相对较晚，受限于中国高空作业平台设备还未到更新期，因此我们直接对总保有量增长率进行预测。近年来随着国产替代步伐的加快，中国高空作业平台行业整体处于快速发展阶段，2019-2022年中国高空作业平台保有量增速分别为65.4%/62.8%/57.0%/36.0%，目前中国高空作业设备渗透率显著低于欧美市场，预计未来随着《劳动法》等法律法规的进一步完善和人工成本的提升，高空作业设备替代脚手架等简易施工设备的进程将不断加速，整体行业增速有望高于美国和欧洲。因此我们预测2023-2025年中国高空作业平台保有量同比增速分别为25%/23%/20%，分别为63/77/93万台。

图表27：2023-2025年中国高空作业平台市场保有量预测

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|
| 中国高空作业平台保有量（万台） | 7.8 | 12.9 | 21.00 | 44.84 | 62.77 | 77.21 | 92.65 |
| YOY | 65.4% | 62.8% | 57.0% | 36.0% | 25% | 23% | 20% |

资料来源：IPAF，星邦智能招股书，国联证券研究所测算

3.2 高空作业车行业海外需求稳定增长

北美、欧洲等海外发达国家和地区经济发展水平高，安全生产法规严格，高空作业平台市场成熟。根据 IPAF 数据，受全球供应链复苏和租赁商投资规模增长的影响，2022 年美国高空作业平台租赁业市场设备保有量为 79.43 万台，同比增长 10%，预计 2023 年或增长至 84.99 万台。2022 年欧洲十国高空作业平台租赁业市场设备保有量达到 34.02 万台，同比增长 5%，受高空作业平台租赁业设备的投资规模和更替需求驱动，IPAF 预计 2023 年欧洲十国高空作业平台设备保有量或增长至 35.14 万台。

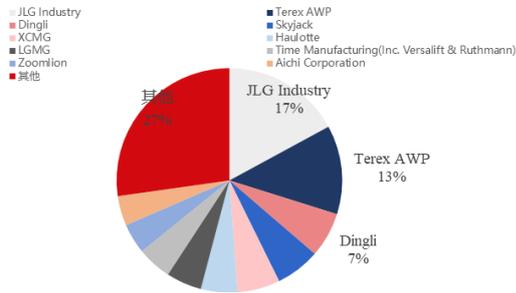
图表28：2022年美国高空作业平台保有量79.43万台


资料来源：IPAF，星邦智能招股书，浙江鼎力半年报，国联证券研究所

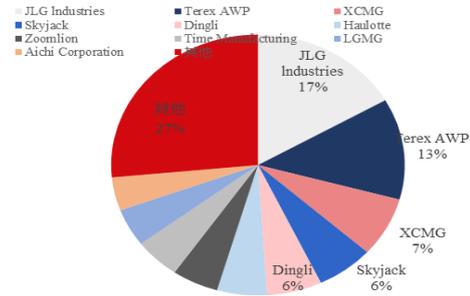
图表29：2022年欧洲高空作业平台保有量34.02万台


资料来源：IPAF，星邦智能招股书，浙江鼎力半年报，国联证券研究所

我们以全球 40 强高空作业平台制造商的收入之和为全球市场总规模，测算了 2021/2022 年全球高空作业平台市场规模约为 123.3/143.62 亿美元，2022 年徐工机械、浙江鼎力、中联重科和临工重机等 10 家中国高机制造商位于前 40 强行列。

图表30：2021 年全球高空作业平台行业竞争格局


资料来源：《ACCESS INTERNATIONAL》，国联证券研究所测算

图表31：2022 年全球高空作业平台行业竞争格局


资料来源：《ACCESS INTERNATIONAL》，国联证券研究所测算

我们将海外高空作业平台租赁市场拆分为更新需求+新增需求，我们假设：

①更新需求：美国高空作业平台租赁业的设备平均服役年限为 5 年，所以我们取 2017-2019 年 3 年美国高空作业平台保有量平均值为美国 2023 年更新需求；欧洲十国高空作业平台租赁业的设备平均服役年限为 9 年，所以我们取 2013-2015 年 3 年欧洲高空作业平台保有量平均值为欧洲十国 2023 年更新需求，并依次类推预测 2024-2025 年海外高空作业平台更新需求；

②新增需求：新增高空作业平台设备需求主要来源于市场自然增长等需求影响，美国和欧洲十国 2019-2022 年的高空作业平台保有量新增需求 CAGR 分别为 10.9%/7.8%，2023 年公共卫生事件因素消散，主要国家市场整体经济逐步恢复，美国制造业回流，在此背景下，由于美国高空作业设备市场增长持续保持稳定，大型设备租赁商不断扩大采购规模，因此我们预测 2023-2025 年美国新增需求同比增速分别为 12%/10%/8%；欧洲高空作业设备市场成熟度较高，设备保有量较为稳定，因此我们预测欧洲新增需求同比增速分别为 8%/7%/6%。

综上，我们预测 2023-2025 年美国及欧洲高空作业平台租赁市场需求合计为 120/126/133 万台。

图表32：2023-2025 年美国/欧洲十国高空作业平台市场保有量预测

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 美国—更新需求 (万台) | 50.84 | 53.48 | 55.82 | 59.02 | 62.26 | 64.71 | 67.89 |
| 美国—新增需求 (万台) | 14.96 | 12.17 | 16.39 | 20.41 | 22.86 | 25.14 | 27.15 |
| 美国需求合计 (万台) | 65.80 | 65.65 | 72.21 | 79.43 | 85.12 | 89.85 | 95.04 |
| YOY | | -0.23% | 9.99% | 10.00% | 7.16% | 5.56% | 5.78% |
| 欧洲—更新需求 (万台) | 24.87 | 25.04 | 25.35 | 25.73 | 26.33 | 27.05 | 27.99 |
| 欧洲—新增需求 (万台) | 6.63 | 6.54 | 7.11 | 8.29 | 8.95 | 9.58 | 10.15 |
| 欧洲需求合计 (万台) | 31.50 | 31.58 | 32.46 | 34.02 | 35.28 | 36.63 | 38.14 |

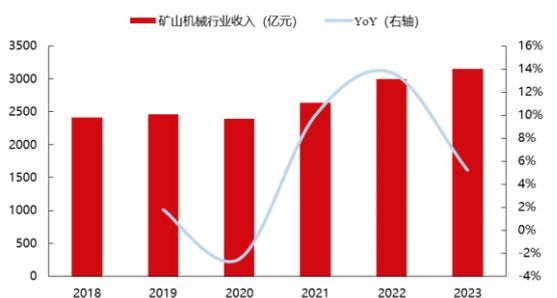
| | | | | | | | |
|---------------|-------|--------|--------|--------|---------------|---------------|---------------|
| YOY | | 0.25% | 2.79% | 4.81% | 3.70% | 3.84% | 4.12% |
| 美国+欧洲需求合计(万台) | 97.30 | 97.23 | 104.67 | 113.45 | 120.40 | 126.48 | 133.18 |
| YOY | | -0.07% | 7.65% | 8.39% | 6.12% | 5.05% | 5.30% |

资料来源：IPAF，星邦智能招股书，国联证券研究所测算

3.3 矿山设备行业国内市场持续增长

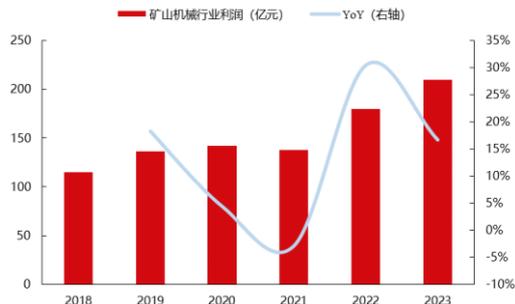
矿山机械是直接用于矿物开采和富选等作业的机械，主要包括采矿机械、选矿机械和探矿机械，以及其他辅助机械设备。近年来，我国工业化、城镇化建设的不断推进以及建筑、交通、水利等基础设施建设的持续投入，推动砂石建材、冶金、煤炭等基础工业对石材和固体矿物的需求不断增长，带动了矿山机械市场的快速发展。2018-2023年我国矿山机械行业收入由2414亿元增长至3151亿元，矿山机械行业利润由115亿元增长至210亿元。

图表33：2023年我国矿山机械行业收入同比增长5.2%



资料来源：观研天下，国联证券研究所

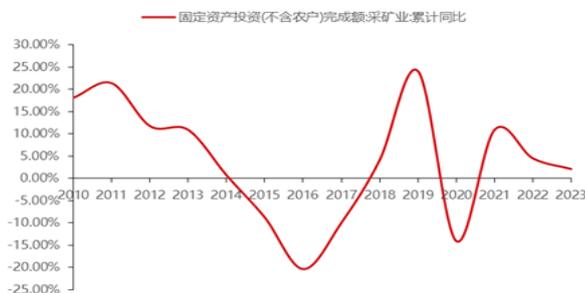
图表34：2023年我国矿山机械行业利润同比增长16.7%



资料来源：观研天下，国联证券研究所

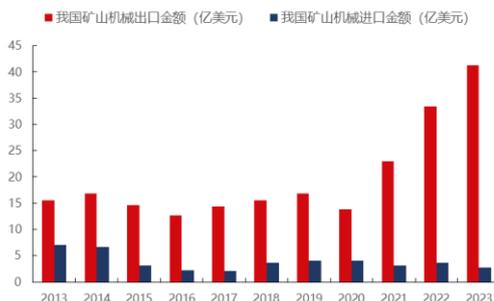
2023年，采矿业固定资产投资同比增长2.1%，已连续三年保持增长，资本开支节奏加快带来矿山设备需求增长。中国矿山机械竞争力持续提升，跟随本土矿商绑定出海，贸易顺差持续扩张。2013年我国矿山机械出口金额为15.6亿美元，进口金额为7亿美元，贸易顺差为8.6亿美元；2023年我国矿山机械出口金额为41.3亿美元，进口金额为2.8亿美元，贸易顺差为38.5亿美元。目前国内规模较大的矿山设备企业包括徐工机械、中信重工、中联重科、三一重装、太原重工等。

图表35：我国采矿业固定资产投资连续近三年保持增长态势



资料来源：IFind，国联证券研究所

图表36：中国矿山机械贸易顺差持续扩张

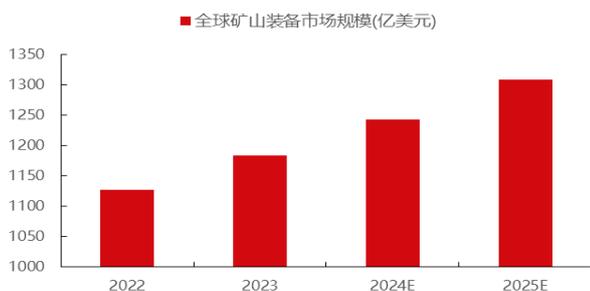


资料来源：观研天下，国联证券研究所

3.4 矿山设备行业海外市场具有较大空间

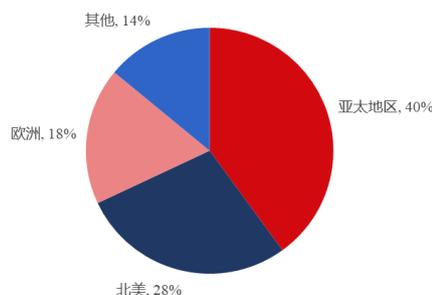
矿山设备全球市场空间广大,亚太地区是最大的矿山机械市场。根据 Precedence Research 研究统计,2023 年全球矿山装备市场规模为 1183 亿美元,随着欧洲、北美地区资源需求扩张以及中东、非洲地区设备更新的催化,预计 2025 年矿山装备市场规模将达 1308 亿美元。亚太地区是最大的矿山机械市场,占有大约 40% 份额,其次为北美和欧洲,分别占有 28% 和 18% 的市场份额。全球矿山机械核心厂商有卡特彼勒、小松、山特维克、利勃海尔、阿特拉斯·科普柯等,前五大厂商占有约 46% 的份额。

图表37：2023 年全球矿山装备市场规模超 1100 亿美元



资料来源：Precedence Research，国联证券研究所

图表38：亚太地区是最大的矿山机械市场



资料来源：YH Research，国联证券研究所

4. 公司为国内工程机械行业龙头

4.1 反向吸收徐工有限，优质资产注入

4.1.1 优质资产丰富徐工机械产品矩阵

2022 年 8 月，徐工机械反向收购徐工有限，实现徐工集团工程机械板块的整体上市。徐工机械向徐工有限的全体股东徐工集团、天津茂信、上海胜超等发行股份吸

收合并徐工有限。上市公司为吸收合并方，徐工有限为被吸收合并方。吸收完成后，徐工集团仍为徐工机械实控人，上市公司实际控制人未发生变更，其持股比例从 38% 下降至 20%。

徐工机械主要收入来源起重机械板块中汽车起重机市场占有率全球第一，全地面起重机、履带起重机和随车起重机均处于国内龙头地位，起重机械板块整体市场竞争力较强。徐工有限挖掘机械、塔式起重机均位居国内第二位，混凝土机械位居全球前三位，矿业机械是国产品牌中的领军者。交易完成后，徐工有限旗下挖掘机械、混凝土机械、矿业机械、塔式起重机等生产配套优质资产整体注入上市公司，分别对应的业务经营主体为徐工挖机、徐工矿机、徐工施维英和徐工塔机。

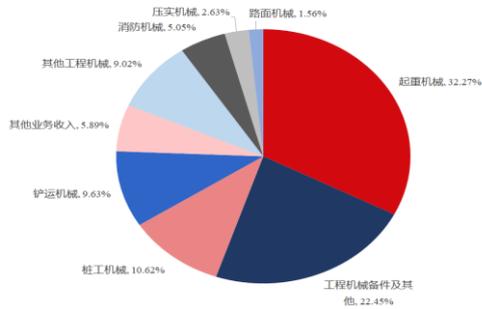
图表39：徐工有限部分一级子公司的营收及净利润情况（单位：亿元）

| | 2019 | | 2020 | | 2021 | | 主营业务 |
|-------|--------|------|--------|-------|--------|-------|-------|
| | 营业收入 | 净利润 | 营业收入 | 净利润 | 营业收入 | 净利润 | |
| 徐工挖机 | 167.81 | 0.99 | 230.28 | 11.02 | 252.61 | 18.98 | 挖掘机械 |
| 徐工塔机 | 34.69 | 1.43 | 68.37 | 2.79 | 81.63 | 4.65 | 塔式起重机 |
| 徐工施维英 | 38.49 | 0.58 | 59.64 | -0.25 | 70.31 | 0.30 | 混凝土机械 |
| 徐工矿机 | 15.43 | 0.22 | 27.95 | 0.31 | 45.88 | 0.78 | 矿山机械 |

资料来源：Wind, IFind, 徐工机械公告，国联证券研究所

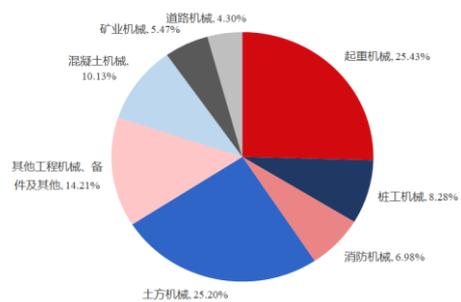
优质资产注入丰富徐工机械产品矩阵，优化产业结构。2021 年，公司起重机械/工程机械备件/桩工机械/铲运机械占比分别为 32.3%/22.5%/10.6%/9.6%，整体以起重机械为核心，其他业务较为分散。2022 年吸收合并后，公司产品矩阵新增土方、混凝土、矿业和道路机械，塔式起重机合并到起重机械，铲运和挖掘机械合并到土方机械，压实和路面机械合并到道路机械，起重机械/土方机械/混凝土机械/桩工机械占比分别为 25.4%/25.2%/10.1%/8.3%，业务板块划分更加明晰，整体收入结构更加均衡，产业结构优化。

图表40: 吸收合并前(2021年)徐工机械业务机构



资料来源: IFinD, 国联证券研究所

图表41: 吸收合并后(2022年)徐工机械业务机构

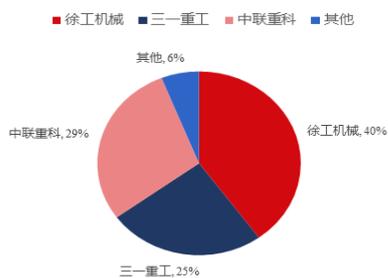


资料来源: IFinD, 国联证券研究所

4.1.2 起重机械保持强势, 土方机械、混凝土机械竞争力增强

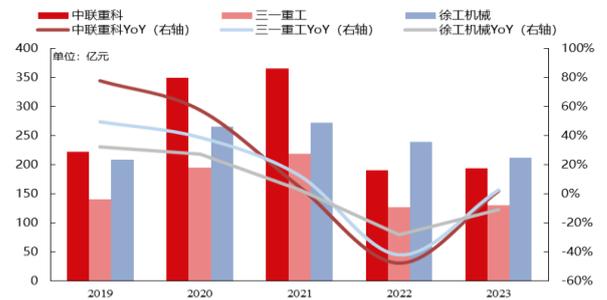
传统优势起重机械仍保持强势, 市占率连续多年居行业首位。塔机资产注入徐工机械后, 徐工机械起重机械业务扩大, 起重机械稳居全球第一。

图表42: 公司汽车起重机占比位于国内领先地位



资料来源: 观研天下, 国联证券研究所

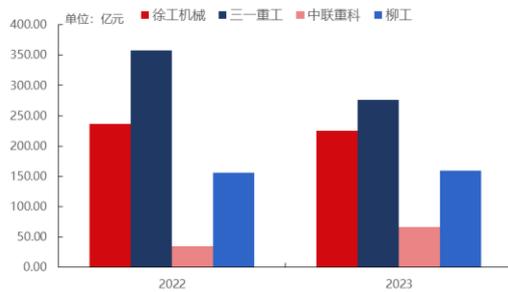
图表43: 2022-2023年公司起重机械销售额位于国内第一



资料来源: Wind, 国联证券研究所

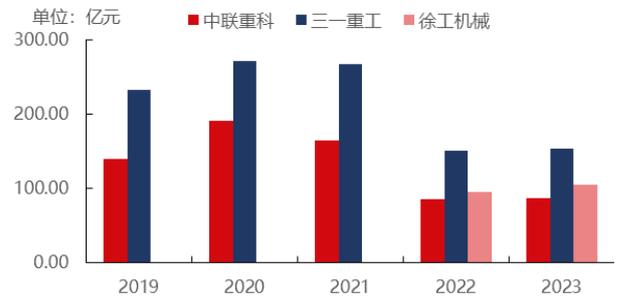
公司新业务板块快速发展, 土方机械及混凝土机械在营收中的占比快速上升。2023年公司挖掘机位居全球第六、国内第二; 公司混凝土机械稳居全球第一阵营, 2022-2023年公司混凝土机械销售额位于国内第二。

图表44：2023年公司土方机械销售额位于国内第二



资料来源：Wind，国联证券研究所（三一重工数据为挖掘机收入）

图表45：2023年公司混凝土机械销售额位于国内第二

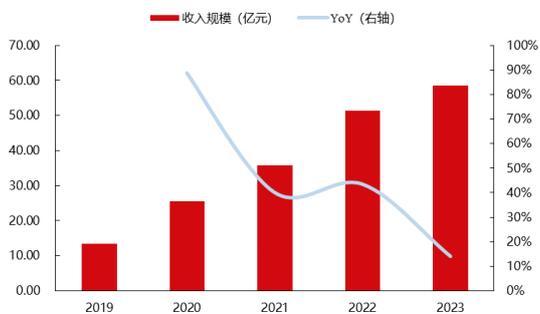


资料来源：Wind，国联证券研究所

4.1.3 矿机业务及高空作业车业务有望为公司带来新增长

公司矿业机械属于新兴产业，目前位于国内第一、世界前五，公司矿机业务产品主要为矿挖设备，收入占比超30%；矿铰卡，收入占比超50%；其余为破碎筛分设备及备品备件。公司矿机业务收入规模从2019年的13.50亿元上升至2023年的58.61亿元，CAGR达44.35%，收入增长强劲。吸收合并后矿机收入占营收比明显增长，2022年和2023年分别达到5.47%和6.31%，矿机业务有望维持高增长。

图表46：公司矿机业务收入规模持续增长



资料来源：IFind，国联证券研究所（注：2019-2021年为吸收合并前，使用徐工有限的的数据）

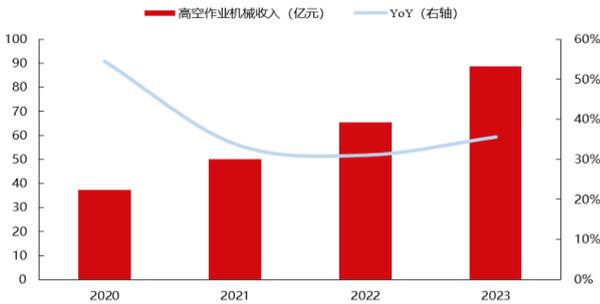
图表47：2021年后矿业机械收入占营收比例明显增长



资料来源：IFind，国联证券研究所（注：2019-2021年为吸收合并前，使用徐工有限的的数据）

公司的高空作业机械收入维持较高增速，2020-2023年公司高空作业机械收入分别为37.34/49.98/65.50/88.83亿元，分别同比增加54.55%/33.85%/31.05%/35.62%，根据英国KHL集团旗下权威杂志《Access International》发布“2023年全球高空作业机械制造企业20强”榜单（Access M20），徐工蝉联中国第一、全球前三。

图表48：公司高空作业机械收入维持较高增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表49：2023年公司在中国企业中位列第一

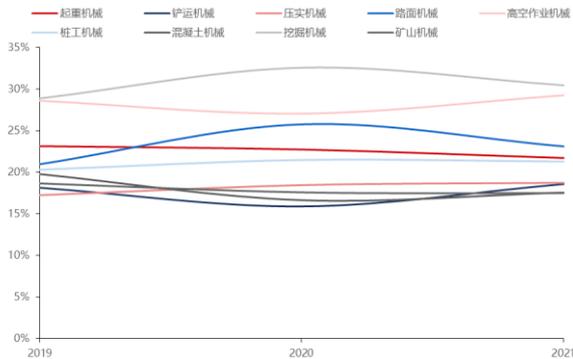


资料来源：徐工机械微信公众号，国联证券研究所测算

4.1.4 优质资产拉升公司整体毛利率

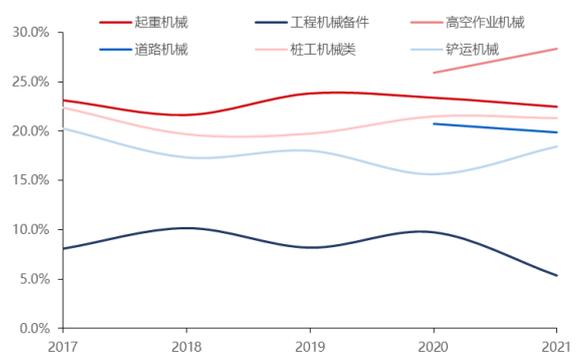
徐工机械吸收的优质资产毛利率较高。2021年徐工有限主营业务毛利率为22.15%，其中挖掘机械/高空作业机械/路面机械/起重机械毛利率较高，分别为30.48%/29.25%/23.13%/21.75%。2021年，徐工机械的整体毛利率为16.24%，其中高空作业机械/起重机械/桩工机械毛利率较高，分别为28.36%/22.46%/21.30%，徐工有限优质资产毛利率相对较高。

图表50：徐工有限挖掘机/高空作业机械毛利率较高



资料来源：IFinD，国联证券研究所

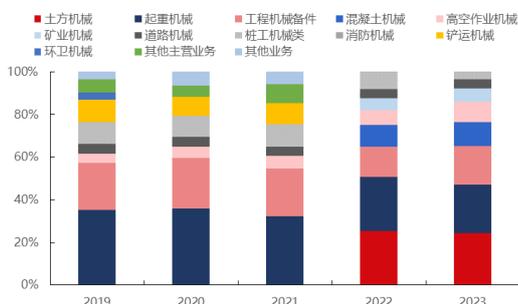
图表51：徐工机械起重机械/高空作业机械毛利率较高



资料来源：Wind，国联证券研究所

优质资产并入后拉升徐工机械整体毛利率。优质资产并入后，土方机械等高毛利产品占比明显提升，拉升了徐工机械整体毛利率。

图表52：土方机械等高毛利产品占比提升



资料来源：IFiND，国联证券研究所

图表53：徐工机械毛利率提升明显

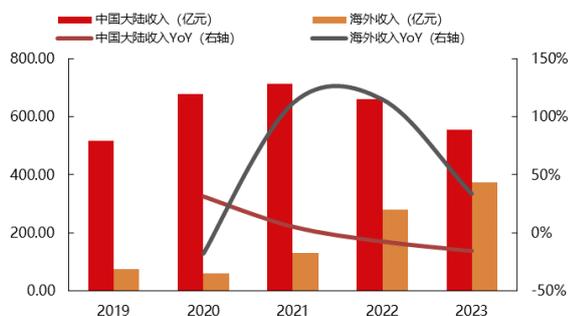


资料来源：Wind，国联证券研究所

4.2 公司全面加速海外业务发展

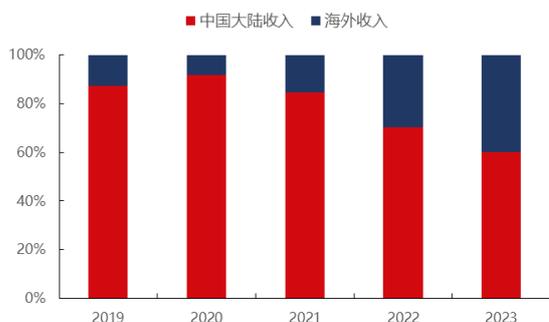
公司积极拓展海外布局，深度参与全球化进程。2011年，公司荣登全球工程机械前五强。2012年，徐工收购全球混凝土机械领军企业德国施维英公司。2013年，位于德国杜塞尔多夫的徐工欧洲研究中心落成，2014年，徐工首个海外全资生产基地——徐工巴西制造基地竣工投产。2022年，公司占据全球5.8%的市场份额，蝉联全球工程机械行业第三，2023年公司海外业务收入占比超过40%。

图表54：公司海外营收高速增长



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表55：公司海外业务收入占比逐年提升



资料来源：Wind，国联证券研究所

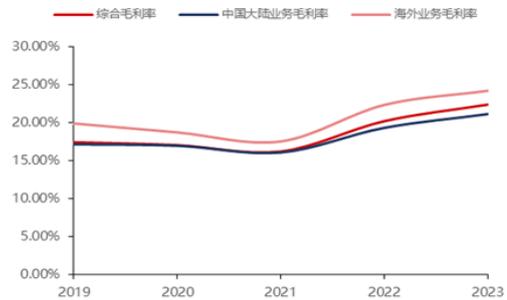
公司围绕“总部抓总、区域主战、产品线主建”的战略思想，成立了国际事业总部，打造了“1+14+N”的国际化运营体系，推动公司国际化能力的提档升级。公司拥有39家海外子公司，40个海外大型服务备件中心，营销网络覆盖全球193个国家和地区。2023年公司分别在英国、新加坡等国家成立了5家销售子公司。公司目前在海外坚持经销直销并重的战略，2023年公司经销占比大于直销，公司海外经销商已达300家，并有11海外制造基地与KD工厂。公司海外业务具有较高毛利率。

图表56: 公司全球布局逐步深化



资料来源: 公司官网, 国联证券研究所

图表57: 公司海外业务毛利率较高



资料来源: Wind, 国联证券研究所

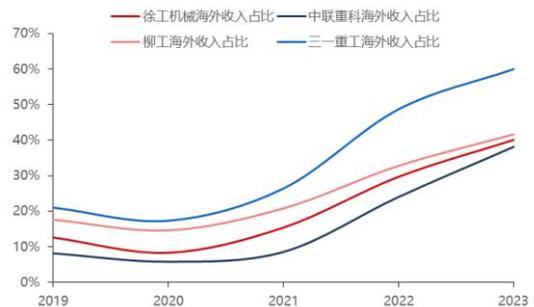
根据英国 KHL 集团发布了 2023 年全球工程机械制造商 50 强排行榜, 徐工机械 2023 年全球市场份额约为 5.3%, 位列全球第四, 全国第一。公司 2023 年海外收入占比约 40%, 在可比公司中处于中等水平, 我们认为未来公司海外营收仍有进一步上涨空间。

图表58: 公司 2023 年全球市场份额约 5.3%

| RANK | 2023 CHANGE | COMPANY | COUNTRY | CONSTRUCTION EQUIPMENT SALES (M\$) | SHARE OF SALES (%) | BACKHOE LOADERS | EXCAVATORS (9-13T) | COMPACT OR SHOULDER LOADERS | POWERED ACCESS | TELESCOPIC HANDLES | CRANES |
|------|-------------|------------------------------------|---------|------------------------------------|--------------------|-----------------|--------------------|-----------------------------|----------------|--------------------|--------|
| 1 | 0 | Caterpillar | US | 41,000 | 32.0% | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 2 | 0 | Komatsu | JP | 25,302 | 19.4% | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 3 | +1 | John Deere | US | 14,795 | 11.4% | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 4 | -1 | XCMG | CN | 12,964 | 10.0% | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 5 | +2 | Liebherr | DE | 10,542 | 8.1% | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 6 | -1 | Sany | CN | 10,224 | 7.9% | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 7 | -1 | Volvo Construction Equipment | SE | 9,892 | 7.6% | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 8 | 0 | Hitachi Construction Machinery | JP | 9,305 | 7.2% | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 9 | +1 | JCB | UK | 8,042 | 6.2% | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 10 | +1 | Doosan Infracore | KR | 7,483 | 5.8% | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 11 | -2 | Sandvik Mining and Rock Technology | SE | 7,271 | 5.6% | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 12 | 0 | Zoomlion | CN | 5,813 | 4.5% | ● | ● | ● | ● | ● | ● |

资料来源: KHL, 国联证券研究所

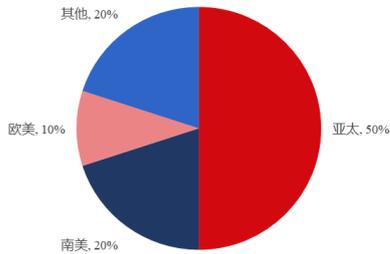
图表59: 公司海外收入占比仍有上升空间



资料来源: Wind, 国联证券研究所

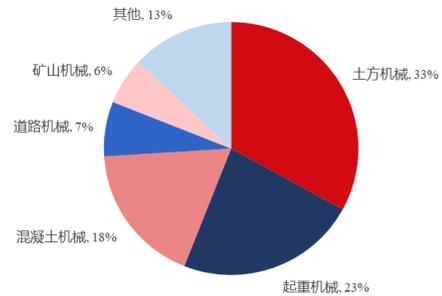
公司目前主要出口区域有东南亚、中亚、非洲、印尼、南美、欧洲、北美、西亚北非、中美洲、大洋洲。根据公司公告, 目前公司出口亚太区域占比 50%以上; 南美区域占比 20%以上, 欧洲北美区域占比约 10%。2024Q1 公司外销占比已超过 44%, 其中土方机械/起重机械/混凝土机械/道路机械/矿山机械分别占比 33%/23%/18%/7%/6%, 综合来看土方机械出口占比明显超过国内。

图表60: 公司出口亚太区域占比约 50%



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表61: 公司土方机械出口占比较高



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

4.3 公司估值安全边际高, 风险敞口逐步下降

对比徐工机械及可比公司估值, 公司 PE 长期处于可比公司中的较低位置, PB 位置相对适中, 我们认为公司当前价位仍具备较强安全边际。随着工程机械及挖掘机行业景气度逐步向上, 公司海外收入占比有望提升, 高毛利产品布局或逐步深入, 盈利能力有望逐步提升。

图表62: 公司 PE 在可比公司中相对较低



资料来源: Wind, 国联证券研究所

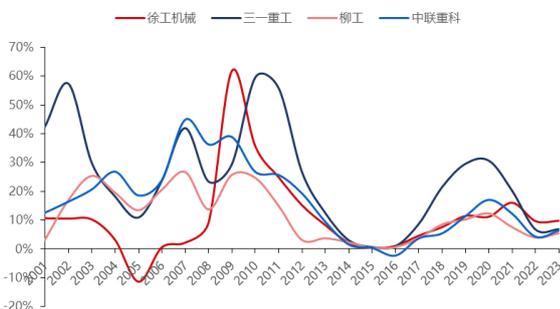
图表63: 公司 PB 在可比公司中相对适中



资料来源: Wind, 国联证券研究所

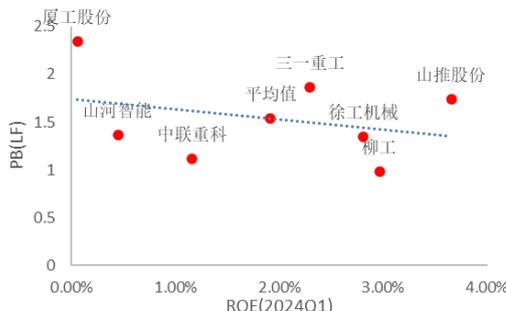
根据 PB-ROE 模型, 徐工机械估值仍存在提升空间。2024Q1 徐工机械 ROE 为 2.81%, 显著高于三一重工等 7 家主机厂平均值 1.91%, 在 7 家主机厂中位列第三。2024 年 8 月 8 日, 公司 PB 为 1.3, 低于 7 家主机厂平均值 1.5, 在主机厂中位列第五, 我们认为公司估值仍存在提升空间。

图表64：近两年公司 ROE 处于同行中较高位置



资料来源：Wind，国联证券研究所

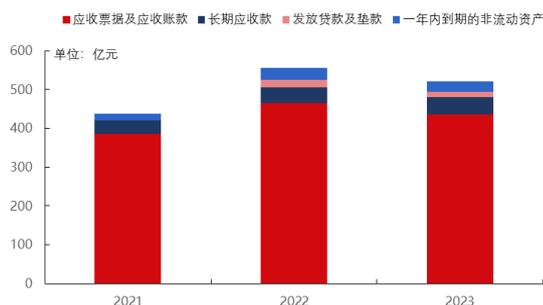
图表65：徐工机械估值仍存在提升空间



资料来源：Wind，国联证券研究所 (PB 根据 2024 年 8 月 8 日收盘价计算)

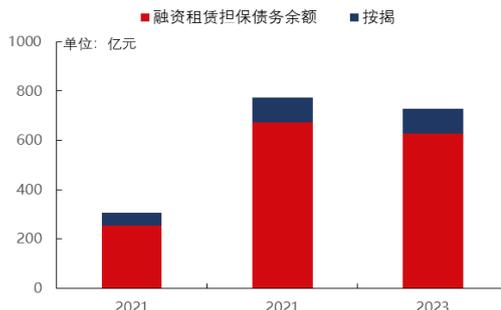
我们统计了公司 2023 年表内敞口及表外敞口，由此计算 2023 年公司表内敞口压降约 35 亿元，表外敞口压降约 45 亿元。2024 年公司将通过与金融机构开展合作，持续改善客户结构，对融资业务实施实行扎口管理等措施继续实施压降。

图表66：2023 年公司表内敞口压降约 35 亿元（单位：亿元）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表67：2023 年公司表外敞口压降约 45 亿元



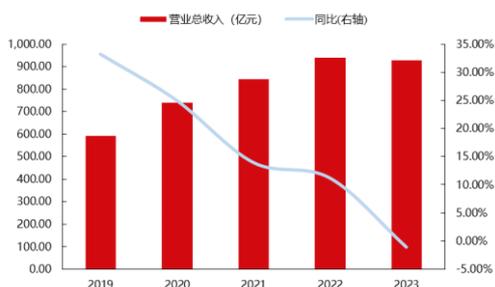
资料来源：公司公告，国联证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1 财务分析

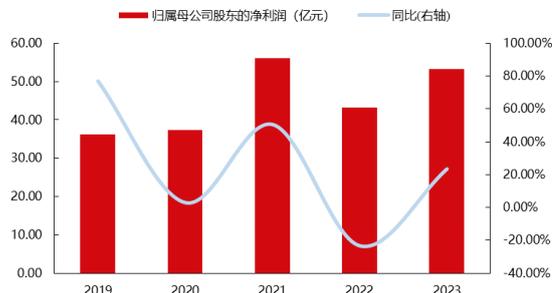
2023 年公司营收 928.48 亿元，同比下降 1.03%；公司归母净利润 53.26 亿元，同比增长 23.51%。2019-2023 年，公司营收从 591.76 亿元增长至 928.48 亿元，CAGR 为 11.92%；公司归母净利润从 36.21 亿元增长至 53.26 亿元，CAGR 为 10.13%。近两年公司营收及归母净利润的下降，主要原因是受基建和房地产等领域项目开工下降影响，国内工程机械市场需求收缩。随着工程机械行业逐渐回暖，公司销售有望回升。

图表68：2023年公司营收928.48亿元



资料来源：IFinD，国联证券研究所

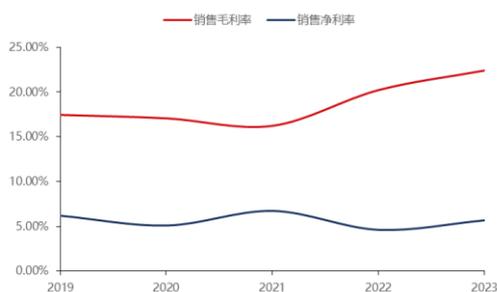
图表69：2023年公司归母净利润同比增长23.51%



资料来源：IFinD，国联证券研究所

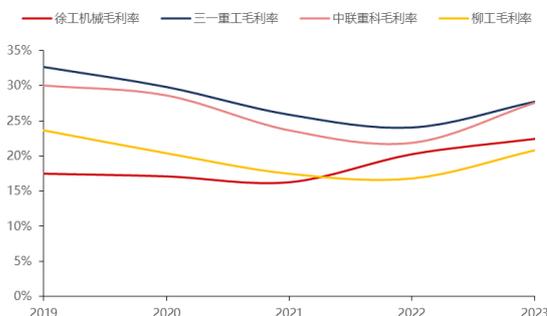
公司2020-2023年销售毛利率分别为17.07%/16.24%/20.21%/22.38%，销售净利率分别为5.06%/6.70%/4.58%/5.64%，公司毛利率和净利率整体平稳，2023年有明显回升，在可比公司中盈利能力处于平均水平。2023年公司盈利能力有所恢复，得益于公司注入挖机等高毛利资产实现产品结构优化且在生产成本控制和生产效率提升方面取得积极成果，但公司毛利率在可比公司中仍相对较低。

图表70：2019年至今公司盈利能力平稳中有所上升



资料来源：IFinD，国联证券研究所

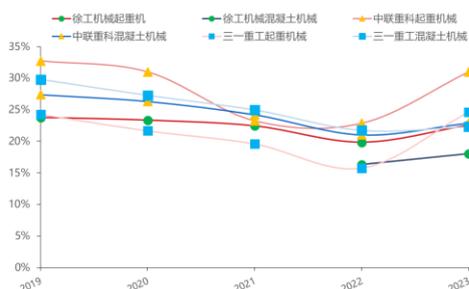
图表71：公司毛利率相对可比公司较低



资料来源：Wind，国联证券研究所

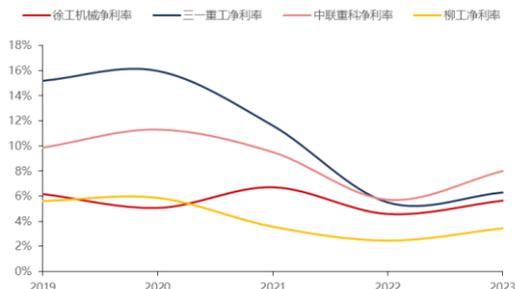
2023年徐工机械/中联重科/三一重工起重机械毛利率分别为22.60%/31.04%/24.67%，混凝土机械毛利率分别为18.05%/22.92%/22.33%，公司起重机械、混凝土机械毛利率面临可比公司的竞争压力，但增长态势较好。2023年徐工机械/中联重科/三一重工/柳工净利率分别为5.64%/8.01%/6.29%/3.42%，公司净利率在整个周期内相对稳定，处于可比公司平均水平。

图表72：公司起重及混凝土机械毛利率相对可比公司较低



资料来源：Wind，国联证券研究所

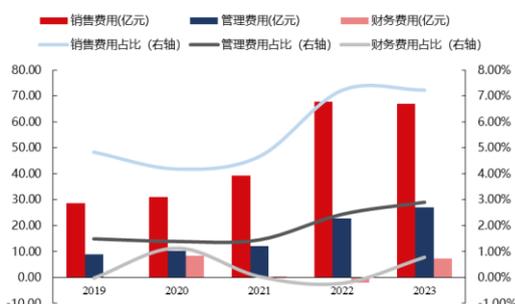
图表73：公司净利率处于可比公司平均水平



资料来源：Wind，国联证券研究所

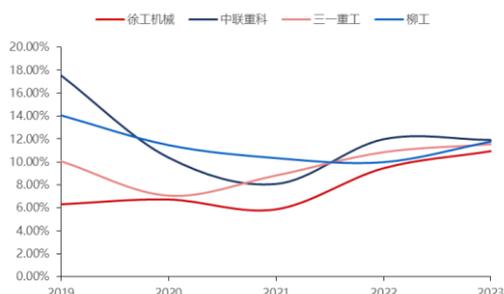
2019年以来由于公司加大市场推广、销售渠道和销售团队建设的投入以及研发投入和员工薪酬福利的支出，销售费用和管理费用存在明显增加，费用占比在2021年以后呈现上升趋势。2023年徐工机械/中联重科/三一重工/柳工期间费用率分别为10.97%/11.91%/11.55%/11.76%，整体上公司期间费用率低于可比公司。

图表74：2019年至今公司期间费用逐步上升



资料来源：Wind，国联证券研究所

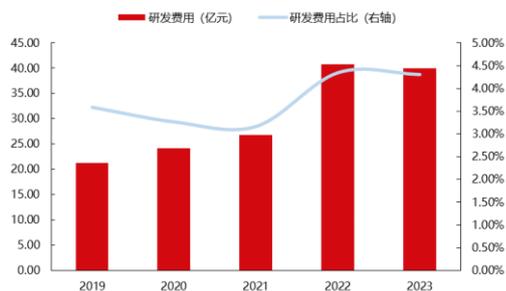
图表75：2019年至今公司期间费用率低于可比公司



资料来源：Wind，国联证券研究所

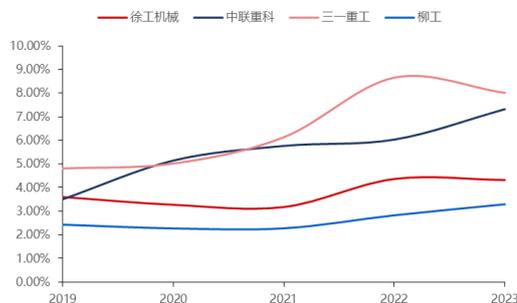
2019-2022年公司研发投入规模增大，2021年以来公司研发费用率上升明显，在可比公司中维持低位。近年来，公司愈加看重创新能力，研发费用的增加主要是由于加大新产品和新技术的研发力度。2023年徐工机械/中联重科/三一重工/柳工研发费用率分别为4.31%/7.31%/8.01%/3.29%，公司研发费用率在维持低位、保持平稳的基础上有小幅增长，但在可比公司中仍有提升空间。

图表76：2019-2022 年公司研发费用规模明显增加



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表77：公司研发费用率在可比公司中维持低位



资料来源：Wind，国联证券研究所

公司生产所需各种原材料主要有钢材、铝材、铸件、锻件、外协结构件、电机、电控、油缸等，其中除直接采购钢材外，外协结构件和油缸等主要上游原材料也采用钢材。钢材作为公司的主要原材料，其价格波动对公司产品成本和盈利能力产生一定的影响。2020-2021 年，钢材价格持续走高、海运成本不断上升，2022 年以来，随着供应链的恢复以及市场需求的调整，企业生产经营逐步恢复正常，主要原材料价格和海运价格也逐步回落企稳。

图表78：2022 年以来钢材价格回落企稳



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表79：2022 年以来海运价格逐渐企稳



资料来源：Wind，国联证券研究所

公司外币业务采用交易发生日的即期汇率作为折算汇率将外币金额折合成人民币记账，2022 年以来美元汇率累计升值较大，2023 年达到顶峰后虽有回落但之后仍回到高位。美元升值一方面直接影响到公司外币存款、外币债权的价值，另一方面增强了公司出口产品在国际上的竞争力。

图表80：2022年以来美元汇率累计升值较大



资料来源：Wind，国联证券研究所

5.2 盈利预测

1) 土方机械、起重机械、混凝土起重机械等优势产业的市场地位稳中有升，产品竞争力持续增强。2) 公司新兴潜力业务加速发展：高空作业机械迅速跻身国产龙头之列，2023年在中国企业中位列第一。3) 公司全面加速海外业务发展，盈利能力有望进一步提升。

土方机械：徐工机械挖掘机位居全球第六、中国第二，装载机位居全球第二、国内第一。2023年受行业周期影响，下游需求减弱，公司挖掘机业务收入同比下滑，我们认为随着国内挖掘机需求逐步回暖，公司挖掘机业务有望恢复正增长，我们预测2024-2026年公司土方机械增长率将分别为8%/12%/10%，对应营收分别为243.65/272.89/300.18亿元。

起重机械：起重机械为徐工机械传统优势产品，近两年公司起重机械业务稳步发展，市场份额保持行业领先。公司起重机械、移动式起重机持续保持全球第一，随车起重机、塔式起重机保持全球第三。我们预测2024-2026年公司起重机械增长率将分别为5%/5%/10%，对应营收分别为222.46/233.58/256.94亿元。

混凝土机械：2023年公司混凝土机械市场地位稳中有升，产品竞争力持续增强，混凝土机械稳居全球第一阵营，公司混凝土搅拌车、泵车等纯电动产品销量持续提升，电动化优势明显。我们预测2024-2026年公司混凝土机械增长率将分别为10%/10%/8%，对应营收分别为114.68/126.15/136.24亿元。

高空机械：徐工机械高空作业机械迅速跻身行业国产龙头之列，2022-2023年公司高空作业车位于中国第一位，2023年公司高空作业车全球市占率为5.3%。我们预测2024-2026年公司高空机械增长率将分别为30%/25%/20%，对应营收分别为

115.48/144.35/173.22 亿元。

图表81：公司营收测算汇总（百万元）

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 营业收入合计 | 93,817.12 | 92,848.22 | 103,407.64 | 116,164.36 | 130,645.98 |
| yoy | -19.67% | -1.03% | 11.37% | 12.34% | 12.47% |
| 毛利率 | 20.21% | 22.38% | 22.91% | 23.09% | 23.23% |
| 土方机械 | | | | | |
| 收入 | 23,638.66 | 22,560.39 | 24,365.22 | 27,289.05 | 30,017.95 |
| YOY | | -4.56% | 8.00% | 12.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 25.32% | 25.69% | 28.00% | 28.00% | 28.00% |
| 起重机械 | | | | | |
| 收入 | 23,859.68 | 21,186.81 | 22,246.15 | 23,358.46 | 25,694.30 |
| YOY | | -12.31% | 5.00% | 5.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 19.87% | 22.60% | 24.00% | 24.00% | 24.00% |
| 混凝土机械 | | | | | |
| 收入 | 9,501.71 | 10,425.45 | 11,467.99 | 12,614.79 | 13,623.98 |
| YOY | | 9.72% | 10.00% | 10.00% | 8.00% |
| 毛利率 | 16.34% | 18.05% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 高空作业机械 | | | | | |
| 收入 | 6,550.18 | 8,883.15 | 11,548.09 | 14,435.11 | 17,322.13 |
| YOY | | 31.04% | 35.62% | 30.00% | 25.00% |
| 毛利率 | | | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 其他工程机械、备件及其他 | | | | | |
| 收入 | 13,328.98 | 16,654.22 | 19,985.07 | 23,982.08 | 28,778.50 |
| YOY | | 24.95% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 12.99% | 18.41% | 22.00% | 22.00% | 22.00% |
| 其他 | | | | | |
| 收入 | 16,937.92 | 13,138.20 | 13,795.11 | 14,484.87 | 15,209.11 |
| YOY | | -79.98% | -22.43% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | -9.43% | -27.64% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |

资料来源：公司公告，国联证券研究所

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 1034.08/1161.64/1306.46 亿元，同比增速分别为 11.37%/12.34%/12.47%；归母净利润分别为 65.63/82.81/107.75 亿元，同比增速分别为 23.22%/26.17%/30.12%。

5.3 估值与投资建议

相对估值法：

公司土方机械、起重机械、混凝土机械三大优势产业的市场地位稳中有升；高空作业机械、矿山机械等新兴潜力业务加速发展；公司加大新产品的研发推广力度，增加高附加值、电动化产品销售。2024年可比公司PE均值为15.36倍，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司2024年15倍PE，对应价格8.33元。

图表82：可比公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | 市价(元) | EPS (元/股) | | | PE (倍) | | | CAGR-3 | PEG |
|-----------|------|-------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|------|
| | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E | | |
| 603338.SH | 浙江鼎力 | 47.30 | 4.30 | 5.13 | 6.11 | 10.99 | 9.23 | 7.74 | 18.31% | 0.60 |
| 000528.SZ | 柳工 | 9.57 | 0.72 | 0.96 | 1.25 | 13.46 | 10.01 | 7.73 | 40.94% | 0.33 |
| 600031.SH | 三一重工 | 15.63 | 0.72 | 0.94 | 1.18 | 21.64 | 16.69 | 13.22 | 30.25% | 0.72 |
| 000157.SZ | 中联重科 | 6.47 | 0.53 | 0.67 | 0.83 | 12.29 | 9.58 | 7.78 | 24.62% | 0.50 |
| | 平均 | | 1.91 | 2.34 | 2.85 | 15.36 | 11.98 | 9.56 | | 0.55 |
| 000425.SZ | 徐工机械 | 6.53 | 0.56 | 0.70 | 0.91 | 11.76 | 9.32 | 7.16 | 26.47% | 0.44 |

资料来源：Wind、国联证券研究所，可比公司盈利预测参考IFinD一致预期，收盘价取2024年8月21日收盘价

绝对估值法：

采用FCFF进行估值。以十年期国债收益率2.2%为无风险利率，我们假设市场预期回报率为8.60%；并将公司预测期分为三个阶段。第一阶段按盈利预测；2027-2033年为第二阶段，公司新产品稳步放量，预计复合增长率为8.5%；2033年后为第三阶段，业务相对成熟，预计永续增长率为1.6%，计算得出公司的股价约为8.87元。

图表83：基本假设关键参数

| 估值假设 | |
|------------|--------|
| 无风险利率 Rf | 2.20% |
| 市场预期回报率 Rm | 8.60% |
| 第二阶段年数 (年) | 7 |
| 第二阶段增长率 | 8.50% |
| 长期增长率 | 1.6% |
| 有效税率 Tx | 7.80% |
| 债务资本比重 Wd | 35.00% |
| Ke | 8.68% |
| WACC | 7.04% |

资料来源：IFinD，国联证券研究所

图表84: FCFF 法估值表

| | 现金流折现值 (百万元) | 价值百分比 |
|-----------------|-------------------|---------------|
| 第一阶段 | 18,271.72 | 14.13% |
| 第二阶段 | 29,395.47 | 22.73% |
| 第三阶段 (终值) | 81,632.05 | 63.13% |
| 企业价值 AEV | 129,299.23 | |
| 加: 非核心资产 | 5,005.80 | 3.87% |
| 减: 带息债务 (账面价值) | 28,135.71 | 21.76% |
| 减: 少数股东权益 | 1,342.31 | 1.04% |
| 股权价值 | 104,827.01 | 81.07% |
| 除: 总股本 (股) | 11,816,166,093.00 | |
| 每股价值 (元) | 8.87 | |

资料来源: IFinD, 国联证券研究所

图表85: FCFF 估值敏感性测试

| WACC | | 永续增长率 | | | | | | |
|-------|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 1.20% | 1.32% | 1.45% | 1.60% | 1.76% | 1.94% | 2.13% |
| 5.29% | | 12.95 | 13.28 | 13.68 | 14.15 | 14.70 | 15.38 | 16.21 |
| 5.82% | | 11.19 | 11.45 | 11.74 | 12.09 | 12.49 | 12.98 | 13.57 |
| 6.40% | | 9.68 | 9.87 | 10.09 | 10.35 | 10.65 | 11.00 | 11.42 |
| 7.04% | | 8.38 | 8.52 | 8.68 | 8.87 | 9.09 | 9.35 | 9.66 |
| 7.74% | | 7.24 | 7.34 | 7.47 | 7.61 | 7.77 | 7.96 | 8.18 |
| 8.52% | | 6.24 | 6.32 | 6.41 | 6.52 | 6.64 | 6.78 | 6.94 |
| 9.37% | | 5.37 | 5.43 | 5.50 | 5.58 | 5.67 | 5.77 | 5.89 |

资料来源: IFinD、国联证券研究所

投资评级: 预计公司在 2024-2026 年营业收入分别为 1034.08/1161.64/1306.46 亿元, 归母净利润分别为 65.63/82.81/107.75 亿元, 3 年 CAGR 为 26.47%。对应 EPS 分别为 0.56/0.70/0.91 元/股。公司新业务有望持续放量, 国外业务布局有望逐渐深入, 目前可比公司 2024 年 PE 均值为 15.36 倍, 综合绝对估值法和相对估值法, 我们给予公司 2024 年 15 倍 PE, 目标价 8.33 元, 维持“买入”评级。

6. 风险提示

1) **原材料等价格波动风险。**公司产品的的主要原材料为钢材，若未来原材料成本大幅上涨，导致公司产品成本上升，将对公司盈利能力产生不利影响。

2) **国际贸易风险。**公司出口业务较多，国际贸易存在诸多不稳定因素，区域政治环境、经济发展状况、行业政策、汇率政策、海运情况等具有较大的不确定性。若公司产品遭遇到贸易壁垒或汇率较大波动以及海运情况紧张等情况，则会对公司产品出口产生不利影响。

3) **行业空间测算偏差风险。**市场空间测算具有前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致市场空间测算结果偏差。

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，北交所市场以北证50指数为基准；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性指数涨幅大于10% |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 弱于大市 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

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由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号玖安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 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