

## 工程机械海外市场分析系列之美国

证券分析师：周尔双

执业证书编号：S0600515110002

联系邮箱：zhouersh@dwzq.com.cn

2024年9月3日

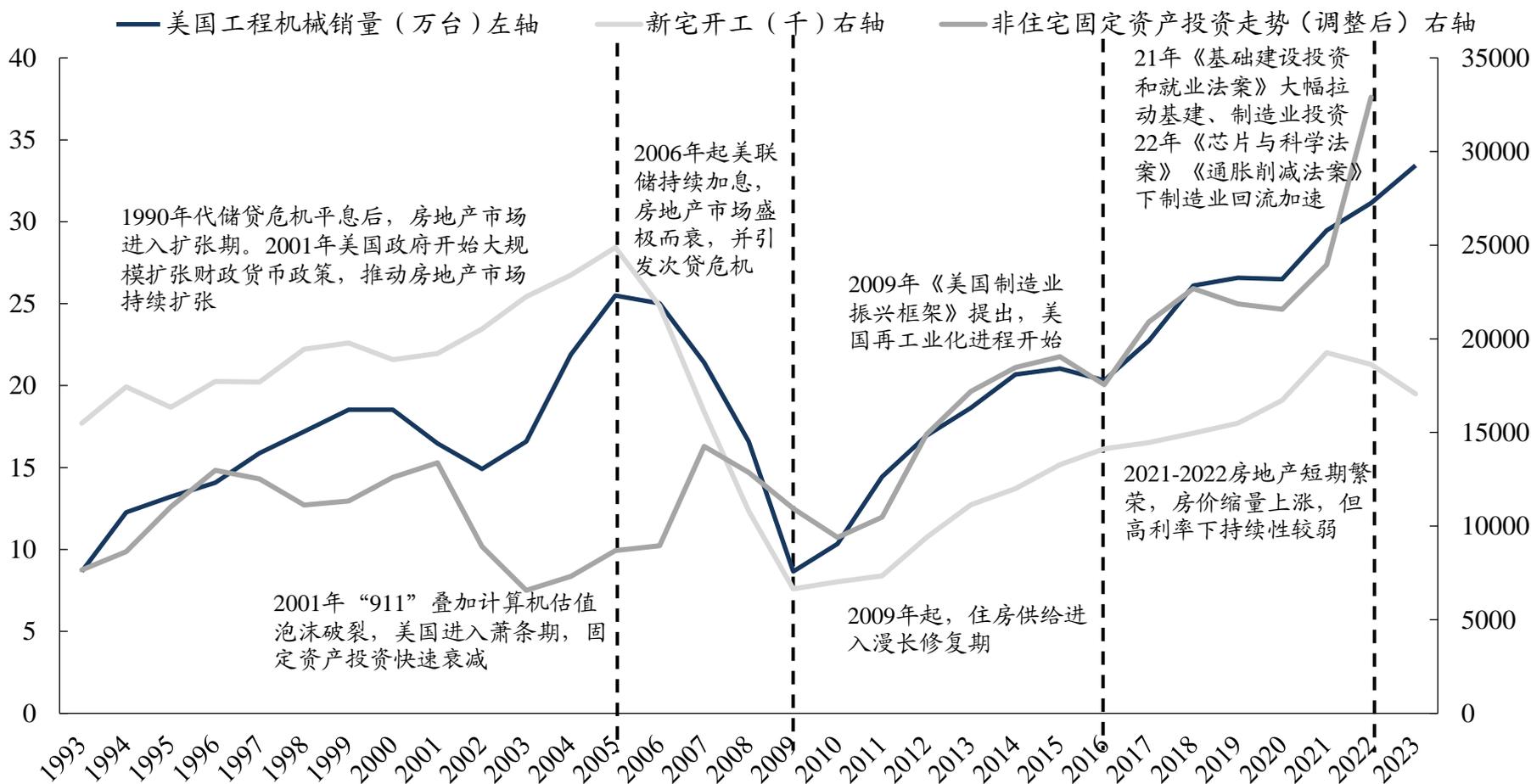
请务必阅读正文之后的免责声明部分

- ◆ **住房开工&制造业基建为工程机械销量核心驱动因素。**住房开工方面，短期来看，2021-2022疫情期间美国房地产市场短期繁荣，2024年整体处于趋稳态势；长期来看住房开工与美国利率高度相关，目前美联储降息预期明确，房地产市场有望逐步升温。非住宅投资方面，2009年起美国政府相继提出“再工业化”“美国优先”“供应链韧性”等战略，制造业回流加速，基建投资和制造业固定资产投资成为工程机械销量的新的支撑因素。截至2023年底，美国非住宅固定资产投资结构中制造业/公共安全/交通运输分别同增0.35%/0.14%/0.10%，增速位列所有因素中前三。
- ◆ **北美工程机械市场成长性&周期性并存，龙头地位稳固，国产品牌持续追赶。**2023年全球工程机械市场规模超一万亿元，北美市场需求强劲，占比持续提升至38%。市场格局来看，卡特小松连续3年提价，收入快速增长，龙头地位稳固；国内主机厂北美出口仅占出口总量的12%，国内挖机龙头三一重工北美挖机市占率仅3.2%，未来增长空间广阔。下游结构来看，由于美国人工成本持续提升，微小挖作为机器替人主力，占挖机市场超80%。微小挖技术壁垒较低，且竞争格局相对混乱，国内主机厂有望率先在微小挖领域实现突破。
- ◆ **借鉴卡特彼勒商业模式，国内主机厂产品、渠道、服务三重发力。**经过近百年的积累，卡特以先进商业模式建立深厚市场壁垒：①产品覆盖全品类工程机械及核心零部件，工作稳定性、工况适应性和操作舒适性行业领先；②买断式销售部分让利代理商，建立强大营销服务网络；③全面渠道布局提供完善售后服务，稳定残值率带来庞大再制造需求，后市场利润丰厚，2023年卡特后市场服务实现收入230亿美元，收入占比36%。为实现于美国高端市场突破，国内主机厂从产品、渠道、服务三重发力：①**产品**：美国市场使用康明斯&派克等北美本土高端零部件，挖机性能不输卡特；②**渠道**：三一美国引进卡特原经销商运营总监为新任CEO，大幅丰富渠道资源；③**服务**：提供5年原厂质保（卡特提供2年），服务网点半径范围内48小时完成售后，服务质量大幅提升；④**成本**：北美产能逐渐释放，有效规避关税成本。
- ◆ **盈利预测与投资建议**：长期来看，北美产能逐步释放，关税负面影响消退，利润增量明显。短期来看，美国明确降息预期叠加美国大选下制造业回流加速，市场需求有望回暖。重点推荐在美国地区开拓进程领先、确定性较强的【三一重工】【恒立液压】，推荐【徐工机械】【中联重科】【柳工】【浙江鼎力】，建议关注【山推股份】。
- ◆ **风险提示**：国内宏观经济波动；北美产能释放不及预期；国际贸易争端。

# 1.1. 驱动因素：住房开工&制造业基建为核心因素

◆ **住房开工&制造业基建为核心因素。**1993年-2005年，新房开工处于高位，推动美国工程机械销量持续增长，次贷危机后进入缓慢修复期。随着2009年起美国政府相继提出“再工业化”“美国优先”“供应链韧性”等战略，制造业回流加速，基建投资和制造业固定资产投资成为工程机械销量的新的支撑因素。

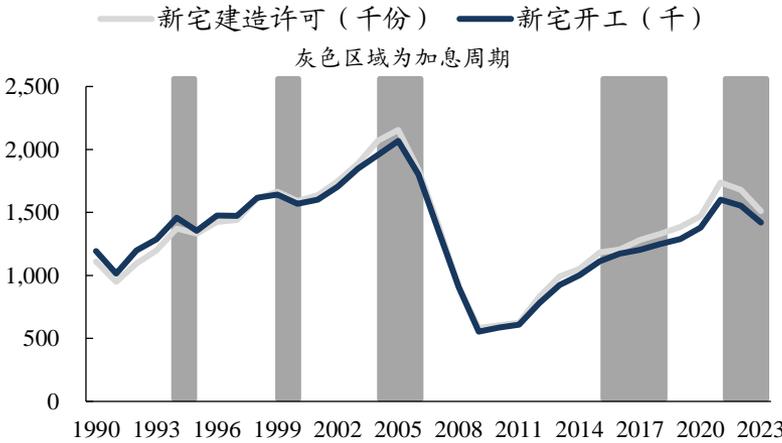
图：2009年前美国工程机械销量与新宅开工相关性较高，2009年起制造业回流带来工程机械增量需求



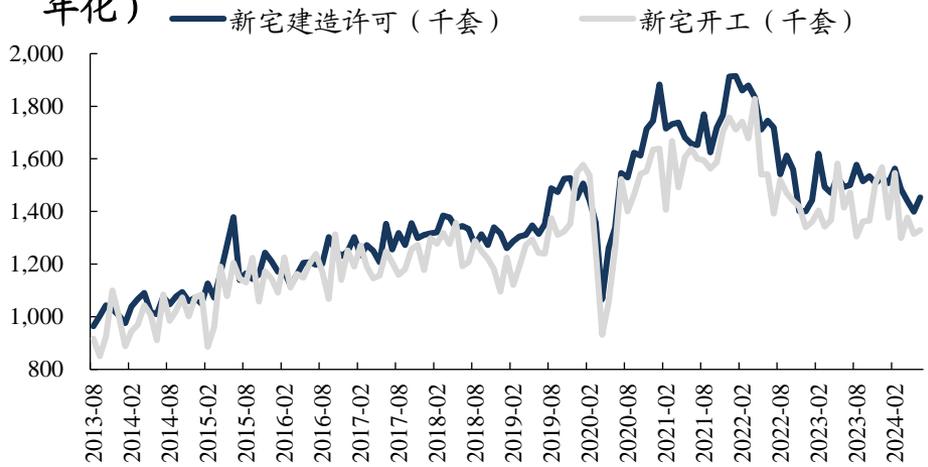
# 1.1. 驱动因素：住房开工&制造业基建为核心因素

◆ 美国工程机械需求有望持续增长。展望未来，美联储降息预期明朗，房地产市场有望逐步升温；美国大选在即，制造业回流、基础设施建设再次提上议程，多因素驱动下美国工程机械市场有望保持增长。

图：长期看房地产市场与美联储货币政策相关性较大



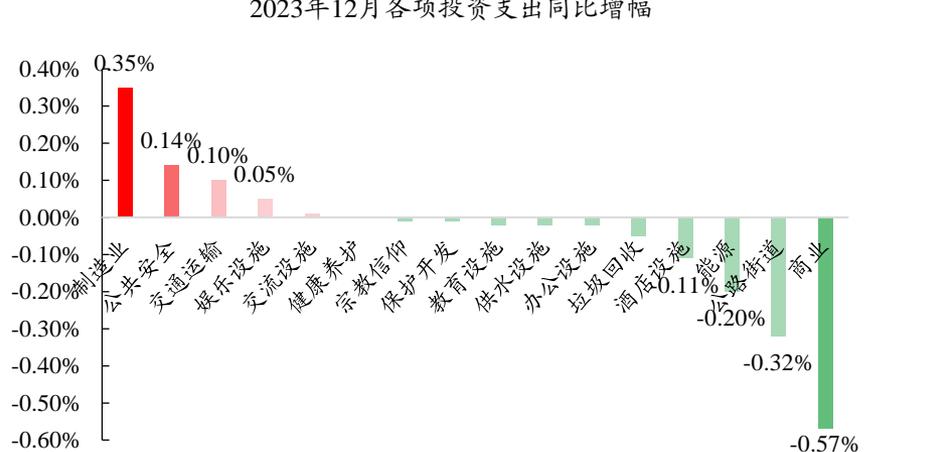
图：短期看房地产供给端高峰已过逐渐趋稳 (季调年化)



图：长期看政策刺激下非住宅建筑投资增长趋势凸显



图：制造业为目前非住宅建筑投资支出增长的支撑因素



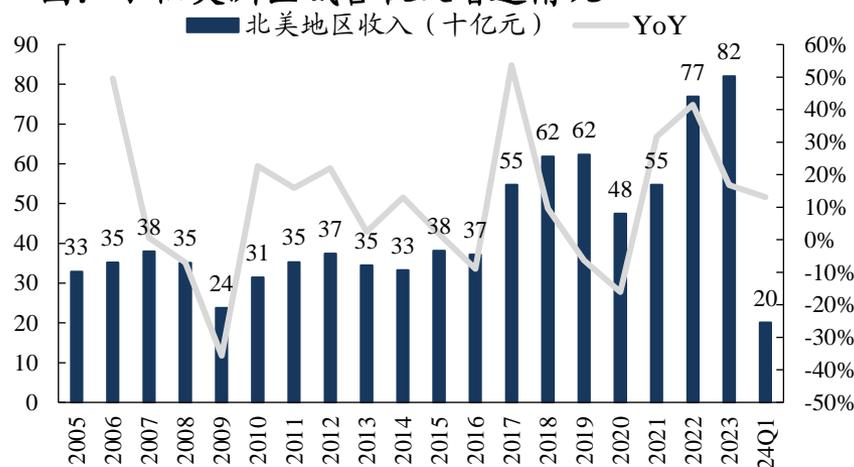
# 1.1. 驱动因素：住房开工&制造业基建为核心因素

◆ 周期短期向下，降息在即有望回升。21-23年，由于市场需求提升叠加头部主机厂提价，卡特、小松收入快速增长。24年来降息预期摇摆不定导致下游需求收紧，美国工程机械进入主动去库存周期，但卡特小松营收依然保持同比增长。我们预计随着降息落地，住宅固定资产投资走强，美国工程机械市场有望再度向上。

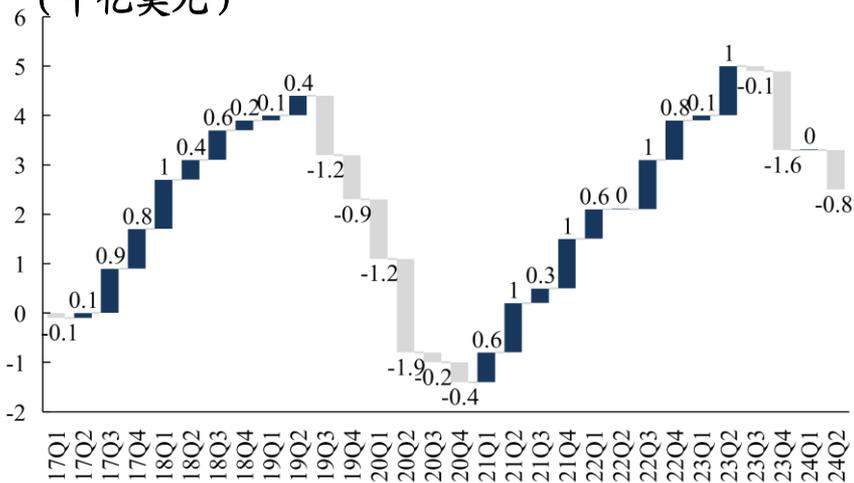
图：卡特北美区域营收及增速情况



图：小松美洲区域营收及增速情况



图：卡特彼勒库存同比情况，进入主动去库存周期 (十亿美元)



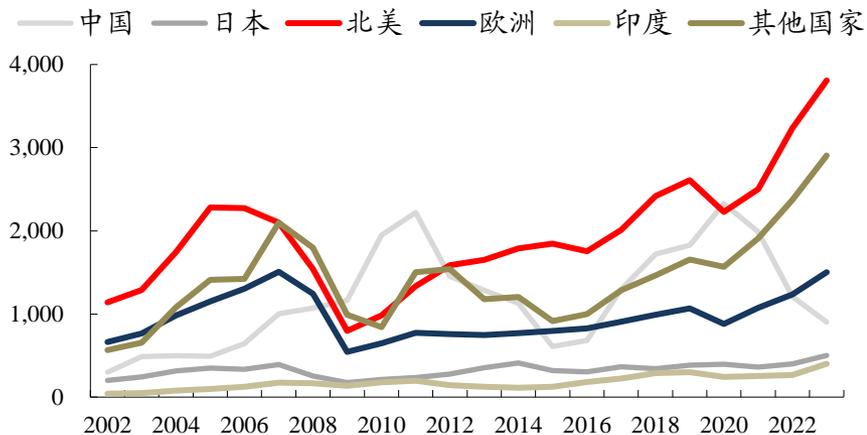
图：北美住宅/非住宅固定资产投资情况



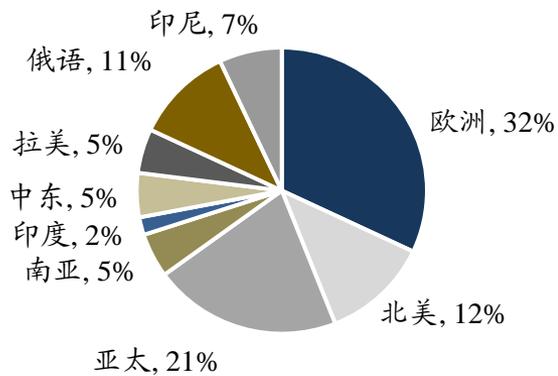
## 1.2. 市场容量：成长性&周期性助推工程机械市场容量持续增长

- ◆ 全球最大工程机械市场，成长性+周期性并存。根据Off-Highway研究数据表明，北美工程机械市场为全球最大市场，2023年全球占比超38%。2023年1-9月，中国北美地区出口仅占12%，且多以小型机械为主，而北美主力机型微小挖占比超80%，成长空间较大。

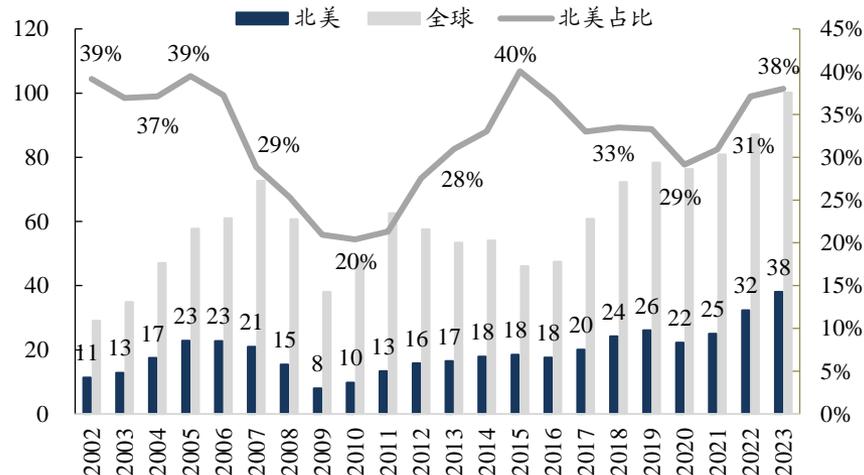
图：北美市场增速较快，成长属性凸显（亿元）



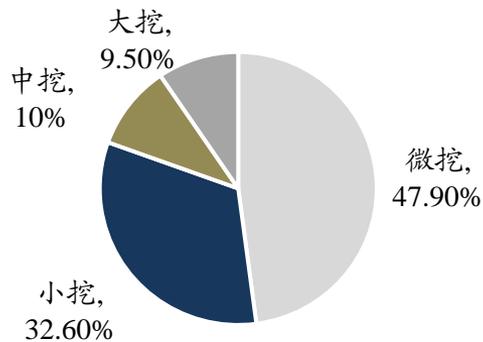
图：2023年1-9月我国挖掘机海外出口区域分布



图：北美市场是全球最大工程机械市场（百亿元）



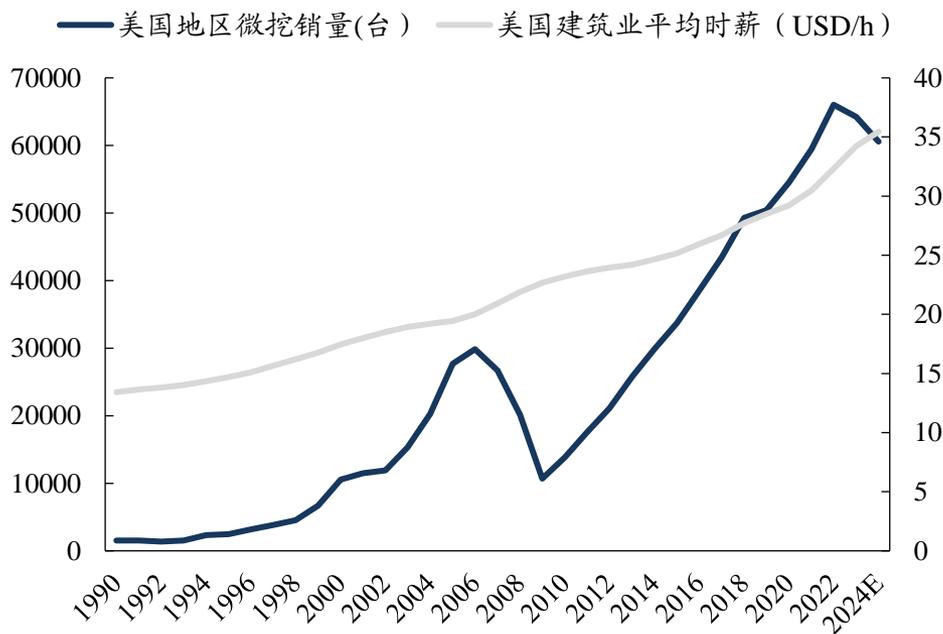
图：2023年1-9月北美地区市场结构



## 1.2. 市场容量：机器替人需求紧迫，微小挖占比持续提升

- ◆ 机器替人需求紧迫，微小挖占比持续提升。2024年6月美国建筑业生产和非管理人员平均时薪同增4.6%，达到每小时35.64美元，工人的缺乏将严重限制建筑业的发展。微挖作为机器替人主力，北美需求持续高增，2023年销量已超60000台，搭配各类属具可以满足各种工况需求。据Off-Highway预计，微小挖的强势表现将在未来五年内保持强劲。
- ◆ 结构方面，久保田由于主攻微小挖领域，已依靠产品质量、完善型谱于美国市场占据较大市场份额。国资品牌由于属具替换经验较少，目前仍处于产品追赶、渠道铺设阶段。

图：美国微挖销量、人均时薪增长趋势明显



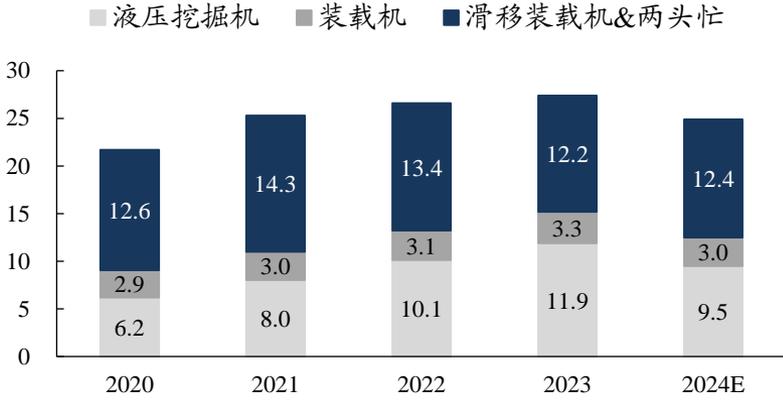
图：微小挖可配套40+种属具，满足各种工况



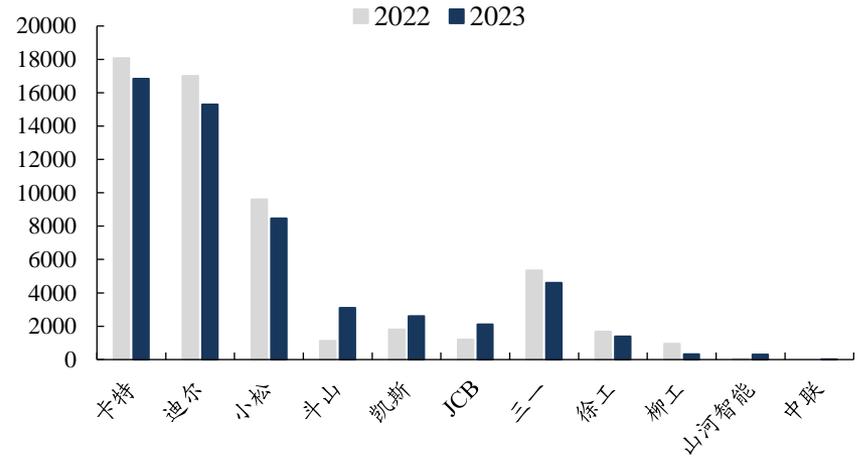
# 1.3. 竞争格局：龙头优势明显，品牌结构稳定

◆ 本土品牌扎根北美，日欧品牌紧随其后。2023年北美市场容量达到周期峰值27.4万台，其中挖掘机/滑移装载机/装载机/两头忙各11/12/3.2/1万台。其中，美国本土品牌卡特、约翰迪尔和日本企业小松市占率近70%。近年来三一全球化拓展不断加速，于大部分地区形成突破，但北美市场市占率仍不到4%。

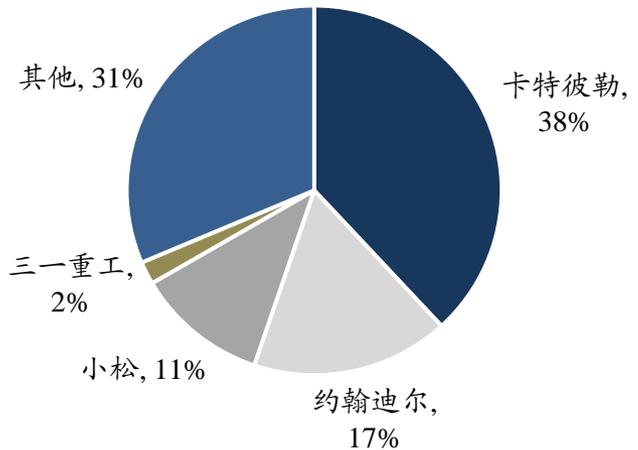
图：北美市场土石方机械市场容量（万台）



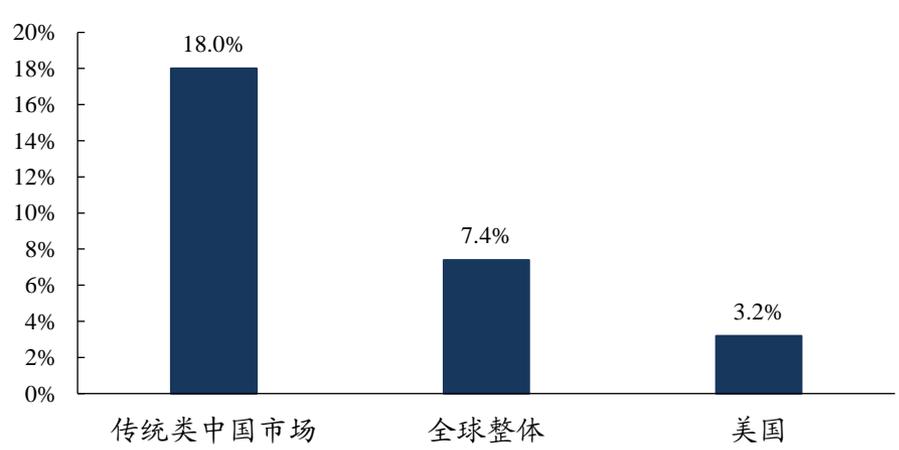
图：北美市场各企业土石方机械销量（台）



图：2023年北美工程机械竞争格局（收入口径）



图：三一重工终端挖机销量分区域市占率



数据来源：Off-Highway（市占率测算方法为公司北美地区工程机械板块收入/Off-Highway北美市场容量），东吴证券研究所

## 1.4. 借鉴卡特彼勒商业模式突破北美市场

- ◆ 产品力为基础，全球工程机械龙头地位稳固。卡特具备工程机械市场先发优势，产品优势显著。①产品覆盖全品类工程机械及动力、传动系统等核心零部件；②提供全球领先工作稳定性；③挖机可配套铲斗、破碎锤、液压剪等各类工作器具，可满足各类工况；④驾驶室操作舒适度高。

图：卡特全品类机械带来较高市场认可度



图：卡特、三一北美市场以挖掘机为例指标对比

	卡特	三一
产品矩阵	覆盖全品类工程机械，满足各类客户需求	目前提供挖掘机、装载机等土石方机械为主
钢材质量	高标准钢材+独有回火热处理工序保证各结构件的强度和寿命，关键零部件采用调质+表面感应淬火	运用标准化钢材，无独特加工工艺
大修间隔	<b>10000-15000h</b> 保修期2年3000h	<b>8000-10000h</b> 保修期5年5000h
挖机配件	挖掘机可配套铲斗、破碎锤、液压剪等各类工作器具，满足各类工况	配套铲斗时效率较高，配套其他器件会降低工作效率
操作体验	注重驾驶员感受，标配内增压舒适驾驶舱，无钥匙启动，高清触摸屏，可配后置摄像头，悬浮座椅等。	关注驾驶体验指标，舒适度逐步提升

## 1.4. 借鉴卡特彼勒商业模式突破北美市场

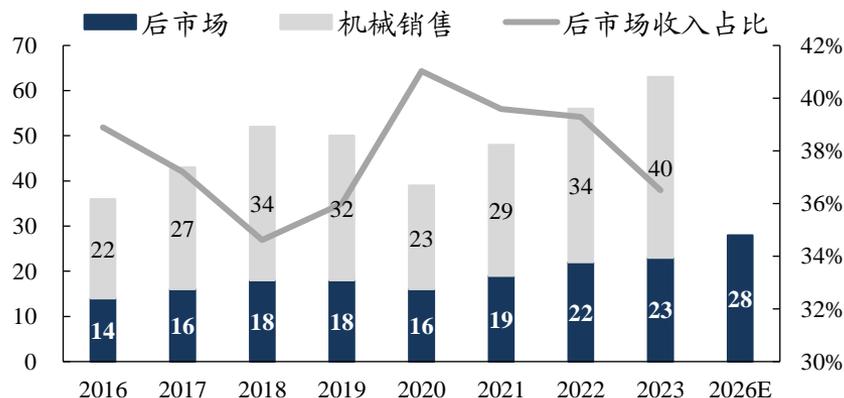
- ◆ **先进商业模式建立市场壁垒。**卡特彼勒深耕工程机械近百年，形成新机销售为主、后市场服务为辅的成熟商业模式。①建立强大营销服务网络，约2800个代理服务机构覆盖全球约190个国家；②全面的渠道布局提供完善的售后服务，稳定残值率提供庞大再制造需求，后市场利润丰厚。2023年，卡特彼勒后市场服务实现收入230亿美元，主营收入占比达36%。

图：卡特彼勒公司、代理商、客户形成良性循环

图：卡特生产、销售、服务网点是其售后市场的强大支撑



图：卡特后市场及机械销售收入结构（十亿美元）



## 1.5. 成本优势明显&全球布局加速，北美份额有望增长

- ◆ **产品、渠道&服务三重发力，国产品牌积极开拓北美市场。**
  - ①**产品**：于北美使用康明斯+派克等北美本土高端零部件以提升市场认可度，挖机性能不输卡特小松；
  - ②**渠道**：三一美国任命前卡特营销与经销商运营总监为**新任CEO**，引进丰富经销商资源。
  - ③**服务**：三一、徐工于北美提供五年原厂质保，建立服务枢纽与服务网点，服务半径内48小时完成售后保修服务，解决部分北美客户“买得起修不起”的难题。

图：北美开拓策略稳健，品牌形象逐步提升

国产品牌	改进方向
机型设计	注重大空间、设备改装需求、操纵舒适度、多功能性及维修便利性，迎合北美用户需求
设备配置	全套选用 <b>欧美高端品牌</b> 类似配置，如康明斯发动机+丹佛斯、派克液压件+采埃孚控制系统，较大程度提高市场认可度
整机价格	较卡特彼勒价格 <b>低10%-20%</b> ，较小松略低 <b>5%-10%</b>
售后维保	提供 <b>5年5000h原厂保修</b> ，基本覆盖产品高效使用周期 卡特竞品提供2年3000h的保修，且后续维修保养价格大幅高于国产品牌；
融资服务	于北美成立金融融资公司，满足客户融资需求，利率低于美国基准利率以及卡特金融服务利率
服务策略	三一、徐工服务枢纽目前均建于美国亚特兰大，重点发展周边4-5州的业务，先在 <b>较小范围内保证极快的服务响应时间及配件供应速度</b> ，逐步提升品牌形象。

图：美国市场三一较卡特同类产品性能基本相同

性能参数	三一中挖SY215CLC	卡特中挖CAT 320
整机重量	24150kg	21700kg
发动机	CUMMINS QSB6.7-C155	CAT C4.4
额定功率	118kW/2000rpm	128.5kW/2000rpm
最大挖掘深度	6600mm	6720mm
最大挖掘高度	9600mm	9370mm
最大卸载高度	6730mm	6490mm
最大挖掘半径	10280mm	9862mm
铲斗挖掘力	127kN	150kN
斗杆挖掘力	103kN	106kN
回转速度	11.6rpm	11.25rpm
行走速度	5.4/3.4km/h	5.7/3.5km/h

## 1.5. 成本优势明显&全球布局加速，北美份额有望增长

- ◆ 北美产能逐步释放，成本优势明显，盈利能力再度提升。国内工程机械出口美国需承担25%关税，目前各龙头主机、配件企业于美国、墨西哥的生产基地产能逐渐释放，有效规避关税风险的同时大幅提高利润空间。长期来看，随着价格优势提升&北美渠道追赶，国内主机厂不断提升品牌形象，有望实现北美份额的提升。

图：国内企业北美产能逐步释放

公司	工厂	国家	投产情况
三一重工	美国智能制造工厂	美国	2023H1投产
	美国产业园	美国佐治亚州	主要经营混凝土泵车、液压挖掘机、履带起重机、越野起重机。
中联重科	墨西哥基地	墨西哥	即将投产
徐工机械	Schwing America Inc.	美国	生产
	Schwing Properties Inc.	美国	生产
恒立液压	恒立墨西哥	墨西哥	主要经营各类油缸、泵阀，24年9月达产

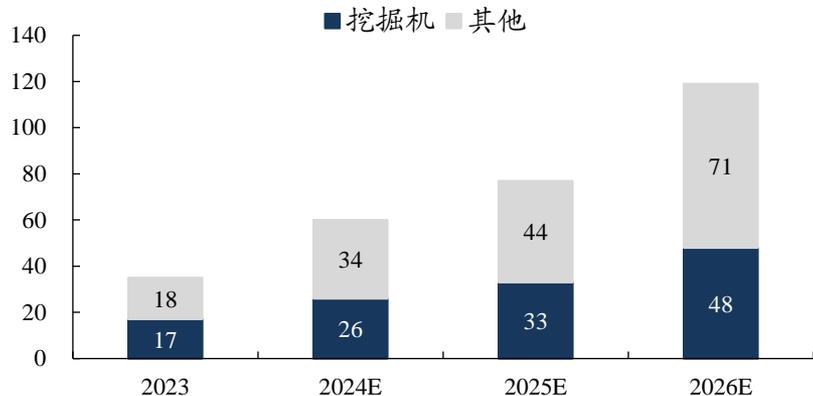
图：国产品牌成本优势明显

	价差来源	国内厂商	卡特	价差
新机价格	/	较卡特低8%-10%	/	8%-10%
融资利率	在融资租赁阶段可以免息、减息，通过金融部分的低收益填补新机价格差	提供融资利率低于基准利率	依托于完善产业链信用体系，利息率较低	0%
保修政策	保修政策收益由于挖掘机故障率逐年提升而同步提升，费率分阶梯近似为2年1%，3年3.5%，4年4.5%，5-6年由于液压系统寿命达到上限，费率跃升至9%。	5年保修	2年保修	8%
机型配置	差异度较高，各类配件例如铲斗、驾驶室翻滚装置、快装辅助阀等。	销售机型均为高配豪华版	配件分拆销售且大幅加价，收获大量利润	10%-15%
<b>总成本可降低26%-33%</b>				

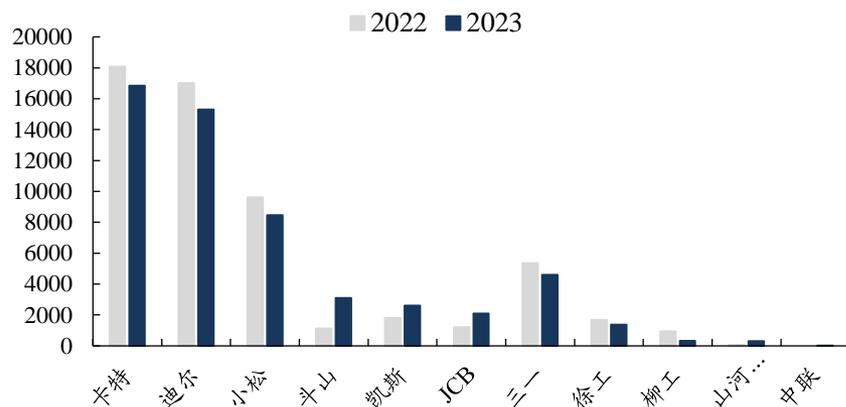
## 2.1. 三一重工：中国工程机械龙头，北美市场开拓任重道远

◆ 深度本土化布局推动三一美国地区收入快速增长。自2012年三一美国第一台本地挖掘机下线起，公司积极贯彻海外本土化布局，所有设计研发均针对美国市场展开，北美收入快速增长。2023年，三一于美国土石方机械销量4600台，实现收入超35亿元。长期来看，我们认为随着三一在美国渠道持续拓展，品牌形象提升，公司销量、收入规模及增速都将有较大幅度的提升。

图：三一北美区域收入目标（亿元）



图：北美市场土石方机械销量，三一仅落后于三大巨头（台）



图：积极扩宽北美化产品矩阵，增强市场竞争力



挖机、装机&两头忙



叉车



压路机&推土机



集装箱搬运车



起重机

## 2.1. 三一重工：中国工程机械龙头，北美市场开拓任重道远

- ◆ 电动挖掘机是突破北美高端市场的关键。美国市场微小挖占比超80%，且中小客户较多，品牌形象门槛较低；美国人员成本较高，对操作体验感极为重视。电动挖掘机较柴油机型驾驶舒适度大幅提升，目前受限于容量、输出功率等主要用于中小机型，较为适配欧美高端市场。三一积极布局电动挖掘机领域，推出SY19C电动迷你挖，SY215C电动中挖等主力机型，聚焦差异化竞争以突破欧美高端市场。

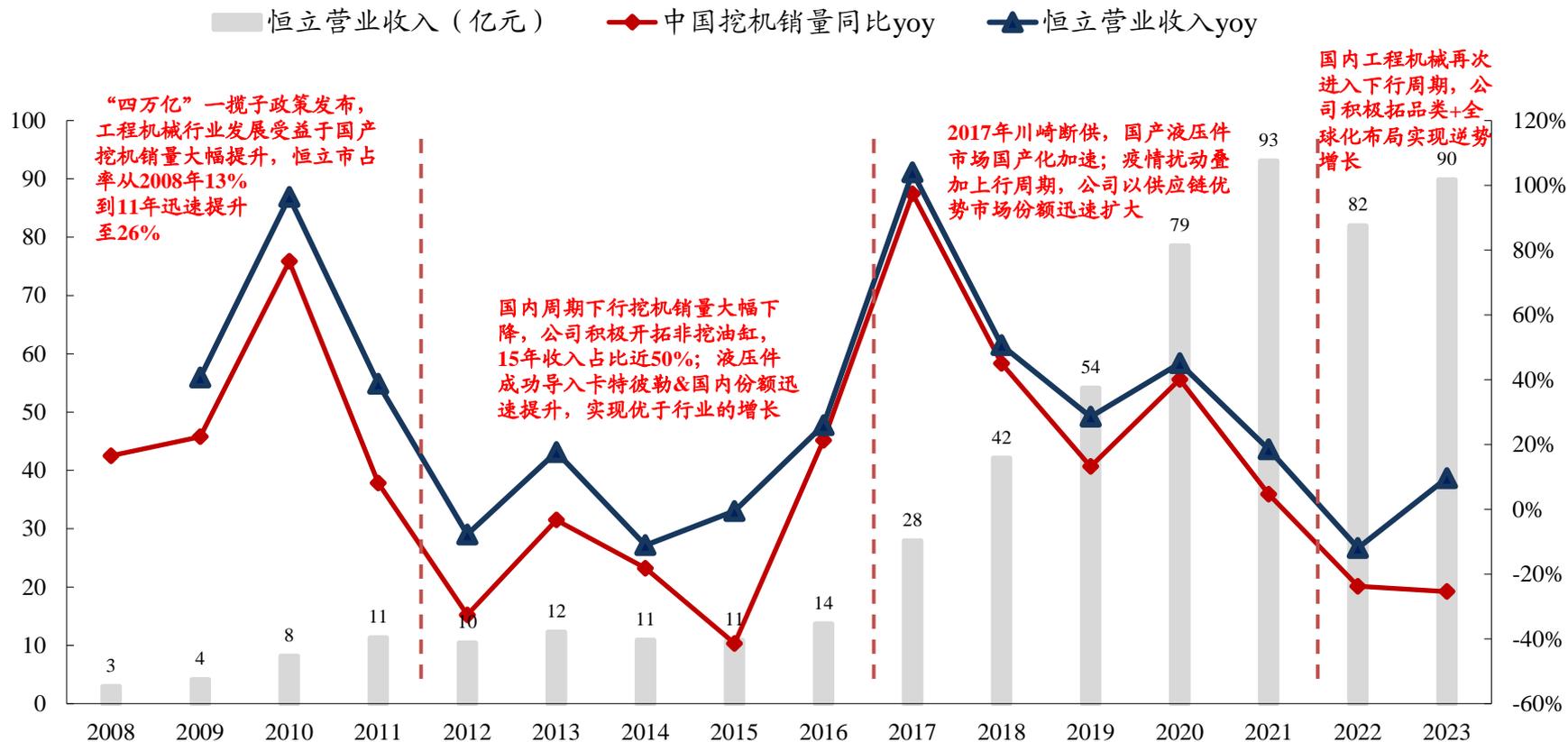
图：三一海外市场主推挖掘机机型数据与卡特对比情况

性能参数	SY19C三一电动迷你挖	SY215E三一电动中挖	SY215C-S三一柴油中挖	CAT 320卡特柴油中挖
海外价格（万元）	未披露	120	80	100
整机重量	1950kg	22000kg	21900kg	21700kg
发动机	永磁同步电机	永磁同步电机	三菱扶桑 4M50	CAT C4.4
额定功率	10kW/2000rpm	150kW/1800rpm	118kW/2000rpm	128.5kW/2000rpm
最大挖掘深度（mm）	2360	6255	6600	6720
最大挖掘高度（mm）	3665	9600	9600	9370
最大卸载高度（mm）	2635	6730	6730	6490
最大挖掘半径（mm）	4000	10280	10280	9862
铲斗挖掘力（kN）	15.2	138	138	150
斗杆挖掘力（kN）	9.2	103	103	106
回转速度（rpm）	10	12.5	11.6	11.25
行走速度（km/h）	3.2/2.3	5.4/3.3	5.4/3.4	5.7/3.5
能源容量	22kWh	422kWh	370L	345L
综合续航时长	4-6h	6-10h	19-25h	18-22h
单次补能成本	1.5*22=33元	1.5*422=633元	12*370=4440元	12*345=4140元
能源年节约成本	0.9万元	约16万元	/	/
补能时长	1.5h	1.5h	/	/
智能化	电动化大型电池带来较大功率输出，推动智能化、无人化可行性迅速提升			
工作力度	电动挖机操作响应速度较快、操作力度较大			
座舱舒适度	大幅降低噪音、油烟等，座舱空间较大，大电池下可应用各类高端电子元件，为操作人员带来更好操作体验			

## 2.2. 恒立液压：墨西哥产能即将落地，加速导入外资客户

◆ 高端液压件稀缺供应商，乘国内房产东风成全球工程机械液压件龙头。公司成功把握国内工程机械上行周期机遇，以较强的技术、成本优势迅速实现国产替代，成为国内液压行业龙头。行业下行期，公司积极提升市场份额，拓宽产品渠道。目前公司全球化布局已初现端倪，2023年在行业20%+下滑下，公司营收实现同比增长。2024年公司于工业领域实现较大突破，液压件预计20%+增长，丝杠导轨于7月形成批量销售，已导入纽威数控、海天集团等国内头部数控机床、注塑机企业。

图：营收增速长期优于行业，公司成长性凸显



## 2.2. 恒立液压：墨西哥产能即将落地，加速导入外资客户

- ◆ 北美大客户导入顺利，盈利质量&能力持续增长。分下游客户来看，①卡特：公司与卡特签订协议，25年开始供其全球最畅销20吨中挖液压油缸，自此公司进入卡特所有主力机型液压油缸供应体系，份额超50%；液压泵阀正在开展合作，预计1-1.5年内逐渐放量。②约翰迪尔：凭借卡特成功经验快速导入挖机油缸供应体系，目前约翰迪尔工程机械板块有扩张趋势，公司有望受益；农机泵阀已完成送样。③特斯拉：公司行星滚柱丝杠已实现送样，我们预计人形机器人落地放量后能够形成大量收入。④北美高机五大客户：均已实现突破，目前平均份额约10%，主要供应其在非北美（亚太、欧洲）地区产能。

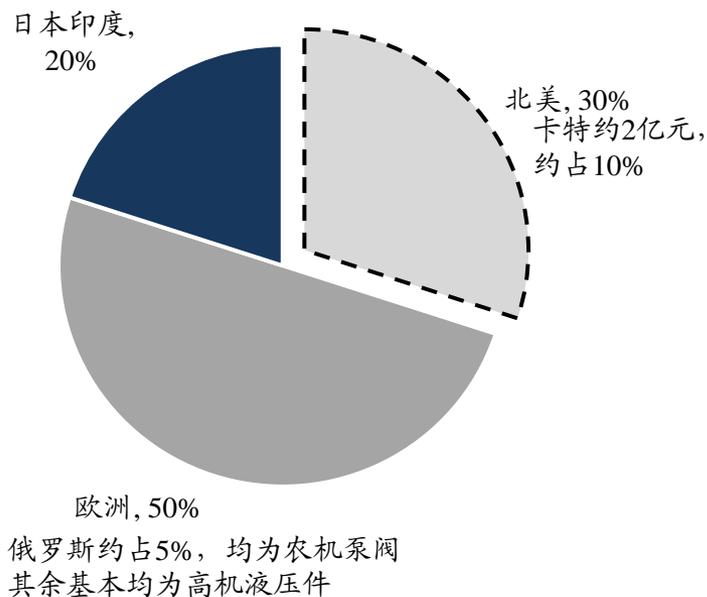
图：恒立液压已导入北美各大客户供应体系

	挖掘机	起重机	混凝土	高机	海工	农机	人形机器人
液压油缸	卡特 约翰迪尔 久保田 三一 徐工等	万利多 三一	/	Snorkle 帕尔菲格 鼎力 临工	TTS 麦基嘉 振华重工国民 油井	/	/
液压泵阀	卡特 约翰迪尔 三一 徐工 柳工等	三一 徐工 柳工	三一 中联	鼎力 徐工 特雷克斯 JLG Skyjack	/	俄罗斯国家垄断 农机企业 有望进入约翰 迪尔	/
丝杠导轨	/	/	/	鼎力	/	/	已接到国内厂商 订单、 特斯拉行星滚 柱丝杠已送样

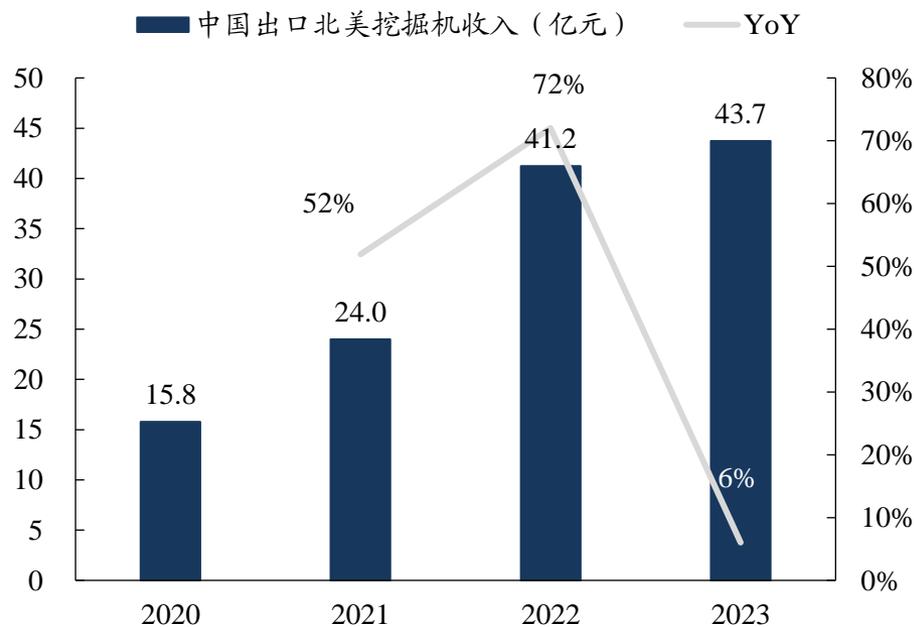
## 2.2. 恒立液压：墨西哥产能即将落地，加速导入外资客户

- ◆ 液压油缸、泵阀及配套产能全套迁往墨西哥，北美市场开拓有望加速。①海外客户：墨西哥产能较大程度规避关税风险，确定性较强。此前恒立多供外资客户非北美地区产能，市场空间较小。目前墨西哥产能即将投产，JLG、Skyjack等北美高机客户已将恒立液压件份额提升至50%（原10%）；与卡特、约翰迪尔合作持续深化，份额不断提升。②国内客户：三一、徐工、中联北美产能逐渐落地，恒立跟随主机厂出海，未来成长空间广阔。

图：恒立液压23年海外收入约20亿元出口结构



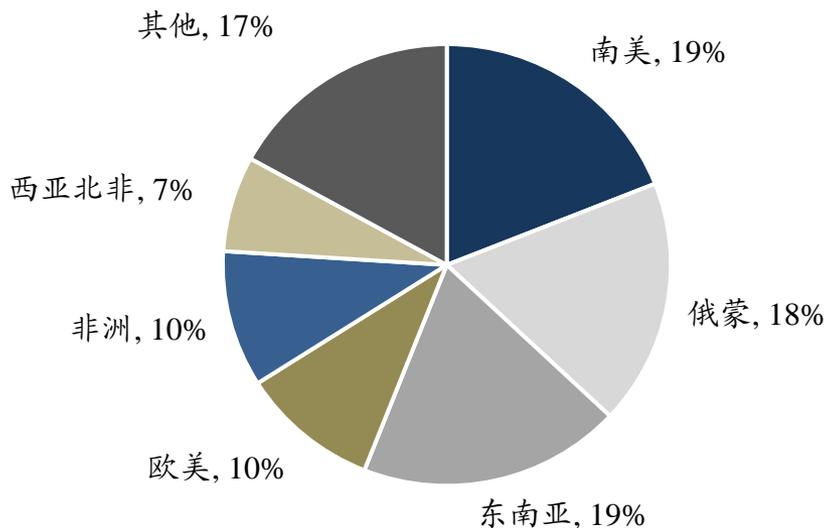
图：国内主机厂北美市场持续开拓，恒立液压协同出海



## 2.3. 徐工机械：定位高端市场，差异化竞争策略带动较大增长空间

- ◆ **定位高端市场，全球化竞争布局凸显。**自2021年公司于墨西哥新莱昂州埃斯科贝多运营以来，持续深化北美布局，2024年再次投资8000万美元开设当地第二家工厂。公司以墨西哥为跳板，构建美洲一体化生产体系，将美国视为公司未来冲击高端市场的主战场。目前，公司已于美国建立**20余家经销商和超100个服务网点，建设6个服务和备件中心**，提供全面的支持和服务。**2023年公司北美收入实现同比增速10%。**
- ◆ **公司采取差异化策略：**①北美主要通过大型租赁商和代理商进行销售和租赁，多采用融资租赁方式。②徐工作为新进入市场的公司可能会面临一些信任问题，需要采取与租赁公司合作的方式进行代理销售，并重视售后服务，建立备件中心和加强售后人员配备。③北美市场对产品智能化、高端化和多元化有着较高的需求。

图：欧美区域收入占比仍较小，开拓空间较大



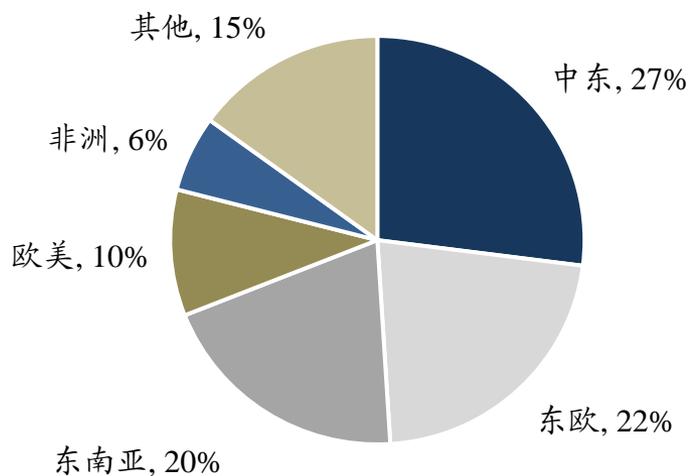
图：徐工XCT40U汽车起重机精准定位北美客户需求



## 2.4. 中联重科：美国市场增速显著，全球化拓展进程顺利

- ◆ **端对端类直销&强信用管控，海外扩展规模质量双增长。**公司确立并贯彻“端对端+数字化+本土化”的直销体系，本质上以数字化的扁平组织架构替代传统的金字塔式经销商体系。信用方面，目前公司海外业务首年合同回款率近70%，全款、类全款（公司与金融机构合作，已收回账款）业务合计近60%，分期业务平均账期小于15个月，信用管控良好。
- ◆ 公司于北美市场持续开拓，目前进展较为顺利，**24H1北美收入同增300%，高增趋势有望延续。**

图：2023年中联重科营收结构，欧美区域处于起步阶段



图：中联于全球最大设备与活动租赁贸易展ARA展



### 3. 投资建议

- ◆ 国内主机厂积极开拓北美市场。长期来看，北美产能逐步释放，关税负面影响消退，利润增量明显。短期来看，美国明确降息预期叠加美国大选下制造业回流加速，市场需求有望回暖。重点推荐在美国地区开拓进程领先、确定性较强的【三一重工】【恒立液压】，推荐【徐工机械】【中联重科】【柳工】【浙江鼎力】，建议关注【山推股份】。

图：盈利预测表

2024/9/3		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
代码	公司				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
600031.SH	三一重工	CNY	16.31	1,382	45.3	62.8	84.9	113.2	31	22	16	12
000425.SZ	徐工机械	CNY	6.37	753	53.3	66.7	88.2	117.1	14	11	9	6
601100.SH	恒立液压	CNY	50.81	681	25.0	27.3	33.1	40.2	27	25	21	17
000157.SZ	中联重科	CNY	6.14	493	35.1	45.1	56.3	68.8	14	11	9	7
000528.SZ	柳工	CNY	9.40	186	8.7	14.6	19.4	27.3	21	13	10	7
000680.SZ	山推股份	CNY	6.70	101	7.7	9.5	11.9	14.3	13	11	8	7

- ◆ **1、全球宏观经济波动：**北美降息落地虽预期较强，但实际落地时间仍未可知，全球宏观经济仍有可能产生较大波动。
- ◆ **2、北美产能释放不及预期：**北美劳动力市场与国内区别较大，可能产生较大意外波动，对主机厂产能爬产具有不利影响。
- ◆ **3、国际贸易争端：**中美贸易摩擦可能加剧，不排除美国提升工程机械关税的可能，出海受阻或进度不及预期将对公司造成不利影响。

# 免责声明

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

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

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

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

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园