

中联重科 (000157)

证券研究报告
2024年09月18日

全球化叠加拓品类凸显自身 α ，有望与行业 β 共振

国家级研究院孵化创新企业，A+H 股赋能领跑行业：

公司成立于 1992 年，由国家级研究院孵化而来，“主机产品+衍生服务”层次分明，是主要从事工程机械、农业机械等高新技术装备及新型建筑材料研发制造的业内龙头企业之一。2023 年公司经营表现反弹，营收、归母净利润同比分别+13.08%、+52.04%，今年上半年业绩表现稳健。

国内行业筑底回升，海外拓展持续进行时：

国内：从下游端、开工端、销量端近期表现，我们判断国内工程机械行业经历下行调整后有望逐步进入上升通道，同时设备自身换新需求叠加政策推动大规模设备更新，共同助力行业进入上升期；根据 Off-Highway Research 预测，国内工程机械市场在今年逐步回暖，2027 年市场规模有望达 192 亿美元，24-27 年 CAGR 为 19.73%；公司作为国内行业头部企业，经营表现则有望与周期上行共振。

海外：国内主机厂海外扩张成效显著，且海外市场毛利率显著高于国内，利润空间可观，海外市场已成为国内工程机械行业未来的主要增长动力之一。在海外未来几年 7000 亿元的市场空间下，其中北美加欧洲两个市场占据一半左右份额，未来国内企业可拓展空间仍较大；通过同行业头部企业财务指标对比，我们看到公司出海增速领先行业，但目前公司在欧美市场的营收及市占率仍处于较低水平，未来提升空间广阔。

科技赋能产品延拓，出口转型、营销设计齐发力：

1) 公司是科研体制改革过程中孵化而来的上市公司，继承前身技术研究创新基因，同时注重同社会业界、学界、研究领域建立良好合作关系，助力新产品创新发展。2) 公司深耕海外市场，推进国际化突破，出口-内销结构迅速转型，开拓业务新增长点。3) 有别于国内其他头部厂商，公司构建完善直销体系，助力海外业务本土化发展。4) 高机、农机等新兴潜力产品齐发力，新兴品类突破带来业绩增量。

盈利预测：我们认为工程机械行业有望迎来筑底回升，进入新一轮上升通道；同时公司自身 α 有望与行业 β 共振，助力未来业绩表现；我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 521、619、741 亿元，yoy 分别为+11%、+19%、+20%；归母净利润分别为 43.8、55.3、66.9 亿元，yoy 分别为+25%、+26%、+21%；目前对应公司 2024 年 PE 为 11.7x，相较于可比公司平均估值 15.7x 具备估值优势，持续看好并维持“买入”评级。

风险提示：政策风险，市场风险，汇率风险，原材料价格波动的风险，公司全球化进展不及预期风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	41,631.50	47,074.85	52,108.34	61,939.16	74,139.05
增长率(%)	(37.98)	13.08	10.69	18.87	19.70
EBITDA(百万元)	6,508.47	8,477.62	7,192.71	8,777.19	10,451.75
归属母公司净利润(百万元)	2,306.05	3,506.01	4,384.71	5,530.71	6,690.39
增长率(%)	(63.22)	52.04	25.06	26.14	20.97
EPS(元/股)	0.27	0.40	0.51	0.64	0.77
市盈率(P/E)	22.28	14.65	11.72	9.29	7.68
市净率(P/B)	0.94	0.91	0.90	0.89	0.87
市销率(P/S)	1.23	1.09	0.99	0.83	0.69
EV/EBITDA	3.60	4.15	4.27	2.86	2.84

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/工程机械
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.92 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	7,096.03
流通 A 股股本(百万股)	7,070.51
A 股总市值(百万元)	42,008.48
流通 A 股市值(百万元)	41,857.42
每股净资产(元)	6.44
资产负债率(%)	54.99
一年内最高/最低(元)	9.53/5.72

作者

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中联重科-半年报点评:半年报表现优异，海外实现高增、新兴板块突破共助高质量发展》 2024-08-30
- 《中联重科-年报点评报告:业绩符合预期，看好海外业务&新兴业务持续放量》 2024-04-01
- 《中联重科-半年报点评:2023H1 业绩亮眼，主导产品持续领跑，潜力业务加速跨越》 2023-09-05

内容目录

1. 国家级研究院孵化创新企业，A+H 股赋能领跑行业.....	4
1.1. 深耕机械彰显研究院底色，业内首家 A+H 股上市公司.....	4
1.2. 产品结构层次分明，衍生服务涵盖全面.....	5
1.3. 公司业绩承压逆袭，盈利能力稳步恢复.....	6
2. 国内行业筑底回升，海外拓展持续进行时.....	8
2.1. 挖机需求筑底回升，有望回归上升通道.....	8
2.2. 海外市场发展态势良好，国产品牌拉开海外扩张大幕.....	10
3. 科技赋能产品延拓，出口转型、营销设计齐发力.....	14
3.1. 科创平台+资产运作，助力公司产品创新式扩张.....	14
3.2. 出口-内销结构迅速转型，开拓业务新增长点.....	15
3.3. 构建完善直销体系，助力海外业务本土化发展.....	16
3.4. 高机+农机等产品齐发力，新兴品类突破带来业绩增量.....	18
3.4.1. 高空作业机械产品全覆盖，跻身行业国产龙头之列.....	18
3.4.2. 公司聚焦农机发展，三化技术资源助力“大农业”品类延拓.....	20
4. 盈利预测.....	21
5. 风险提示.....	22

图表目录

图 1: 中联重科发展历程.....	4
图 2: 中联重科股权结构（数据截止 2024H1）.....	4
图 3: 中联重科股权结构变化.....	5
图 4: 公司产品布局.....	6
图 5: 公司营收情况.....	6
图 6: 公司归母净利润情况.....	6
图 7: 公司业务营收情况.....	7
图 8: 公司主要业务毛利率情况.....	7
图 9: 公司三费费率情况.....	7
图 10: 公司各项周转率.....	8
图 11: 公司 ROE 分解.....	8
图 12: 基础设施建设投资和房屋新开工面积累计同比情况.....	8
图 13: 采矿业、水利管理业固定资产投资累计同比情况.....	8
图 14: 2022 年至今月度 CMI 指数值变化情况.....	8
图 15: 挖掘机开机时间统计（小松-中国区）（单位：小时）.....	8
图 16: 2020 年至今国内挖掘机销售情况（台）.....	9
图 17: 上海市率先发布关于公开征求《上海市鼓励国二非道路移动机械更新补贴资金管理 办法》意见的公告.....	9
图 18: 中国工程机械市场销售量预测（台）.....	10

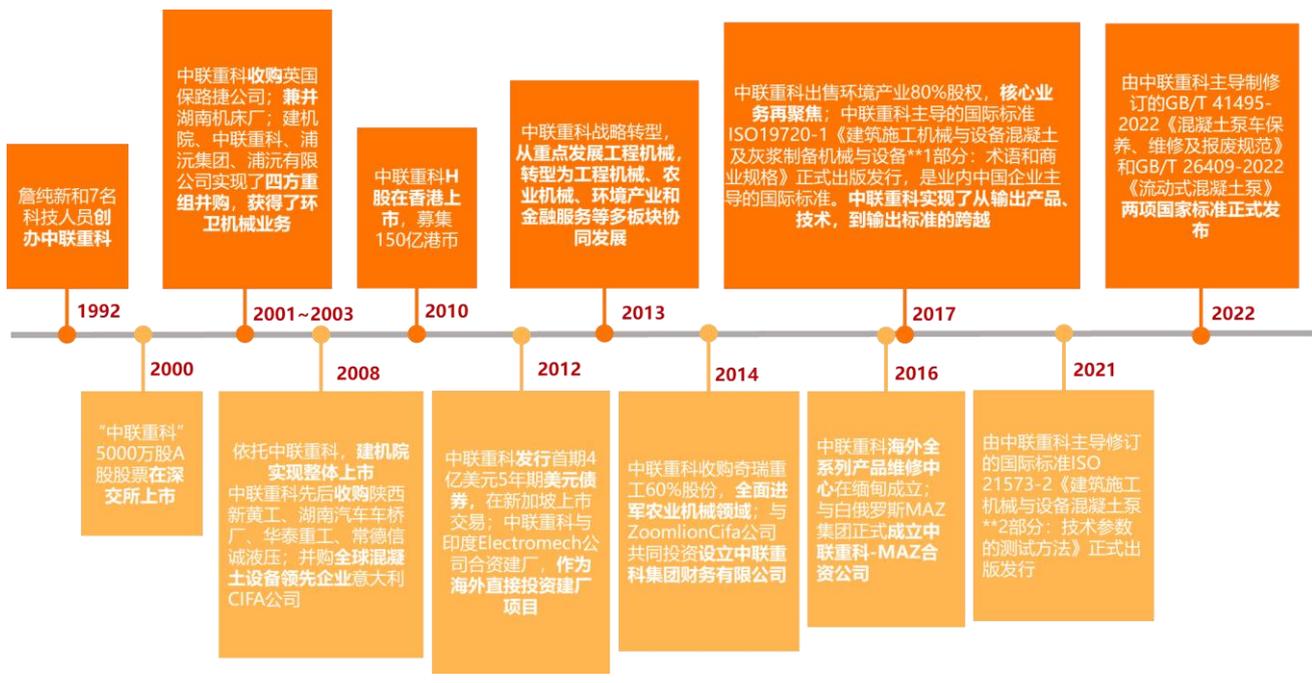
图 19: 中国工程机械市场销售额预测 (亿美元)	10
图 20: 我国挖机出口销量占比由 2020 年 10.6% 提升至 2023 年 53.9%	11
图 21: 海外工程机械市场销售额预测 (亿美元)	12
图 22: 2016-2023 年公司国外收入表现 (亿元)	12
图 23: 2022 年北美地区工程机械主机的市占率情况	13
图 24: 2022 年欧洲地区工程机械主机的市占率情况	13
图 25: 公司技术创新平台结构	14
图 26: 公司全球合作伙伴	14
图 27: 公司部分子公司一览	15
图 28: 马来西亚网点开业	15
图 29: 公司全球业务结构	15
图 30: 公司国内外毛利率情况	16
图 31: 行业部分企业国外业务毛利率	16
图 32: 公司国内外毛利占比	16
图 33: 行业部分企业国外营收增长率 (%)	16
图 34: 销售基本形式	17
图 35: 行业部分企业经销商网点数量 (个)	17
图 36: 公司国内销售网点分类 (个)	17
图 37: 公司海外业务体系	17
图 38: 公司售后服务体系	17
图 39: 工程机械产品收入结构	18
图 40: 农业机械产品营收	20
图 41: 农业机械产品类型	20
表 1: 公司管理层人员信息	5
表 2: 2023 年我国工程机械出口国别 (地区) 前二十	10
表 3: 2023 年度全球工程机械 TOP10 企业	11
表 4: 商品编码 8429 区域出口数据 (亿元)	13
表 5: 商品编码 8429 重点国家出口数据 (亿元)	13
表 6: 高空机械主要产品(一)	18
表 7: 高空机械主要产品(二)	19
表 8: 高空机械主要产品(三)	19
表 9: 公司未来 3 年盈利预测 (亿元)	21
表 10: 可比公司估值 (单位: 亿元)	21

1. 国家级研究院孵化创新企业，A+H 股赋能领跑行业

1.1. 深耕机械彰显研究院底色，业内首家 A+H 股上市公司

中联重科成立于 1992 年，由国家级研究院孵化而来，是行业标准的制定者；公司主要从事工程机械、农业机械等高新技术装备及新型建筑材料研发制造，主导产品涵盖 18 大类别、105 个产品系列、636 个型谱，是业内龙头企业之一。于 2000 年在深交所 A 股上市，于 2010 年在港交所 H 股上市，是业内首家 A+H 股上市公司，注册资本 86.78 亿元，总资产 1330 亿元。

图 1：中联重科发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司经历建机院等四方重组并购，成功实现混合所有制改革，股权结构稳定。截至今年半年报，由湖南省国资委投资控股的湖南兴湘投资控股集团有限公司是公司第二大单一股东，持股比例为 14.48%，作为公司股权压舱石；同时公司管理层和公司员工同时参股，持股比例达到 9.39%，其中核心经营管理层持股比例 4.89%，员工持股计划比例为 4.5%，筑牢公司股权稳定防线。同时公司 2023 年及 2024H1，单一股东结构未发生变化。

图 2：中联重科股权结构（数据截止 2024H1）



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 3：中联重科股权结构变化



资料来源：ifind，天风证券研究所

公司董事、管理层经验丰富。其中核心管理层均在中联重科旗下众子公司任职，对基层多元业务熟练；同时首席执行官詹纯新、联席总裁罗凯均从事过工程机械研究方面工作，对行业科技有深层次认知。

表 1：公司管理层人员信息

姓名	人物标签	人物介绍
詹纯新	董事长、首席执行官	董事长兼首席执行官,历任原建设部长沙建设机械研究院工程师、高级工程师、研究员(教授级高工)、副院长、院长。作为公司创始人,于 1978 年毕业于西北工业大学,2000 年获西北工业大学航空工程硕士学位,2005 年获西北工业大学系统工程博士学位。
罗凯	联席总裁	历任中联重科股份有限公司工程起重机分公司工艺研究所所长、工程起重机分公司技术部副部长、工程起重机分公司履带吊事业部经理、工程起重机分公司副总经理、工程起重机分公司总经理。自 2019 年开始担任中联重科股份有限公司助理总裁、副总裁、联席总裁。罗先生自 2013 年起任流动式起重机技术国家地方联合工程研究中心主任,全国起重机械标准化技术委员会流动式起重机分技术委员会主任委员等行业内多项职务,并获得长沙市 B 类人才(国家级领军人才)荣誉。
王永祥	联席总裁	历任中联重科股份有限公司混凝土事业部营销公司总经理、混凝土机械事业部总经理助理、中联重科营运管理部部长。自 2019 年开始担任中联重科股份有限公司助理总裁、副总裁。王先生于 1997 年毕业于西安工业学院机械制造专业
唐少芳	联席总裁	历任中联重科股份有限公司建筑起重机分公司常务副总经理、总经理。自 2019 年开始担任中联重科股份有限公司助理总裁、副总裁。唐先生于 1996 年毕业于南华大学机械制造专业,并于 2009 年获中南大学工商管理硕士学位
杜毅刚	首席财务官	正高级会计师。曾任株洲南方摩托股份有限公司会计科长、湖南国讯银河软件园有限公司财务经理,历任中联重科工程起重机公司财务经理、中联重科混凝土机械公司财务经理、中联重科财务管理部副部长、中联重科会计核算部部长、中联重科混凝土机械公司副总经理、中联重科财务管理中心主任、中联重科财务公司总经理、中联重科副总裁。

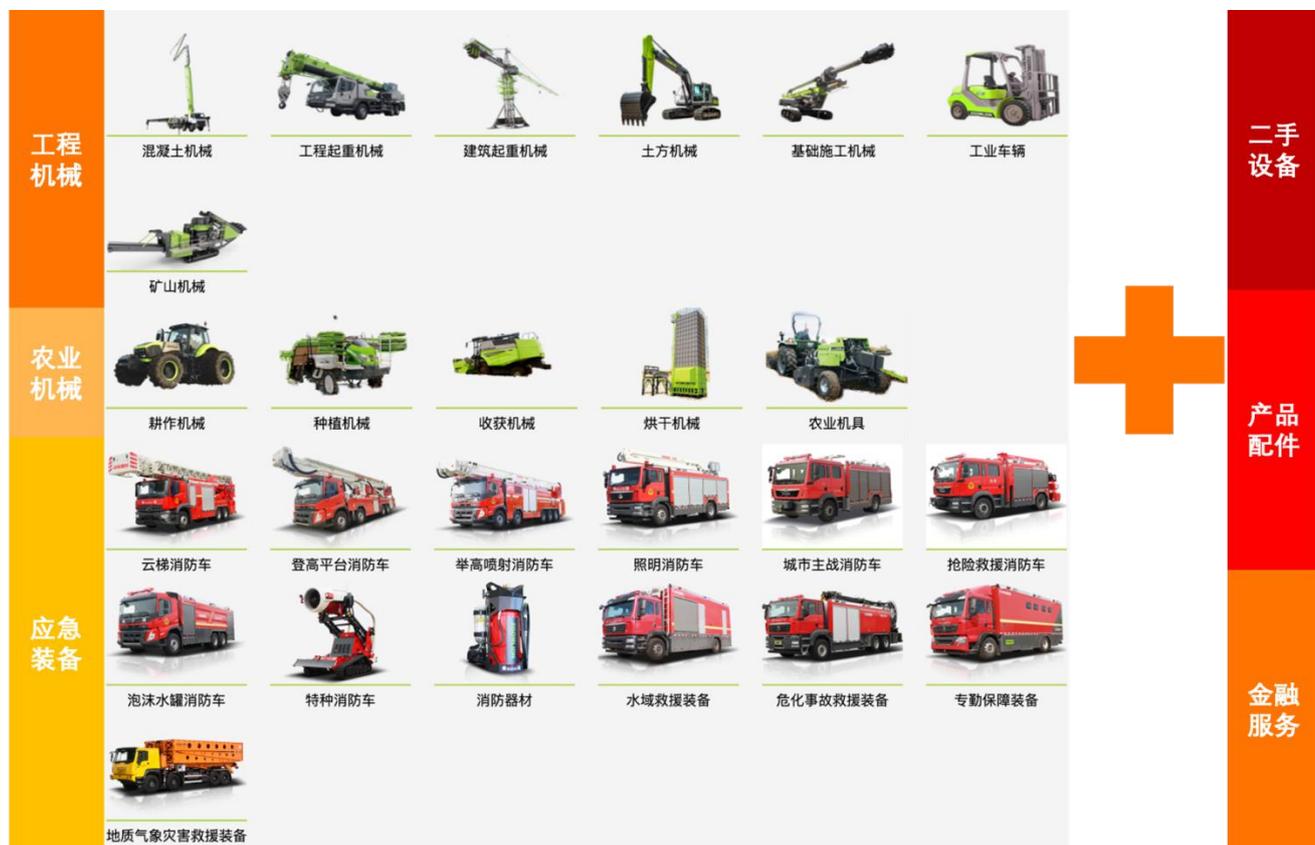
资料来源：ifind，天风证券研究所

1.2. 产品结构层次分明，衍生服务涵盖全面

公司产品的“主机产品+衍生服务”层次分明，主机产品围绕工程机械、农业机械和应急

装备三种产品类别，包含 25 种主要机型，覆盖土方作业、建筑建造、采矿、农耕农植农收、灾害救援、消防等众多场景。衍生服务配合紧密，包含二手设备交易、产品配件更换、设备金融服务等，可为消费者提供分期、保险、保理、融资租赁、按揭购买等售前售后服务。

图 4：公司产品布局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.3. 公司业绩承压逆袭，盈利能力稳步恢复

公司营收和归母净利润承压逆势增长。2022 年由于世界经济放缓，国内基建、房地产开工下降，工程机械市场需求收缩等原因，公司营收、归母净利润遭遇滑坡，营收实现 416.31 亿元，同比下降 37.98%，归母净利润 23.06 亿元，同比下降 63.22%。2023 年公司业绩承压逆袭，一改颓势，实现总营收 470.75 亿元，同比增长 13.08%；归母净利润 35.06 亿元，同比增长 52.04%。2024H1 公司总营收达到 245.35 亿元，同比增长 1.91%；归母净利润达到 22.88 亿元，同比增长 12.15%。

图 5：公司营收情况

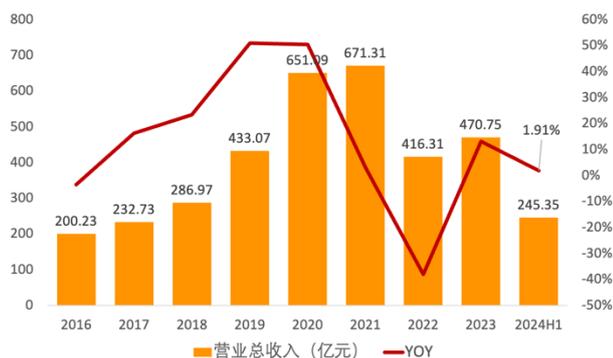


图 6：公司归母净利润情况



资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

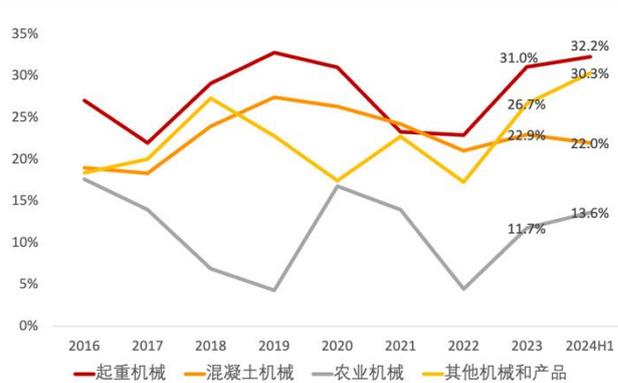
公司主营业务主要分为工程机械、农业机械、其他机械产品和金融服务四个板块，其中工程机械是公司最主要、最稳定的收入和利润来源，2023 年占公司总营收的 85.49%；其他机械产品和农业机械产品创造的营收呈现出稳定态势，没有大幅度波动。经历 2022 年业绩锐减后，2023 年无论是工程机械还是农业机械，毛利率均恢复增长，其中起重机械毛利率最高，达到 31.04%的高位；农业机械毛利率最低，暂时处于 11.7%的低位，后续伴随业务起量的规模效应，有望成为公司利润增量。

图 7：公司业务营收情况



资料来源：wind，天风证券研究所

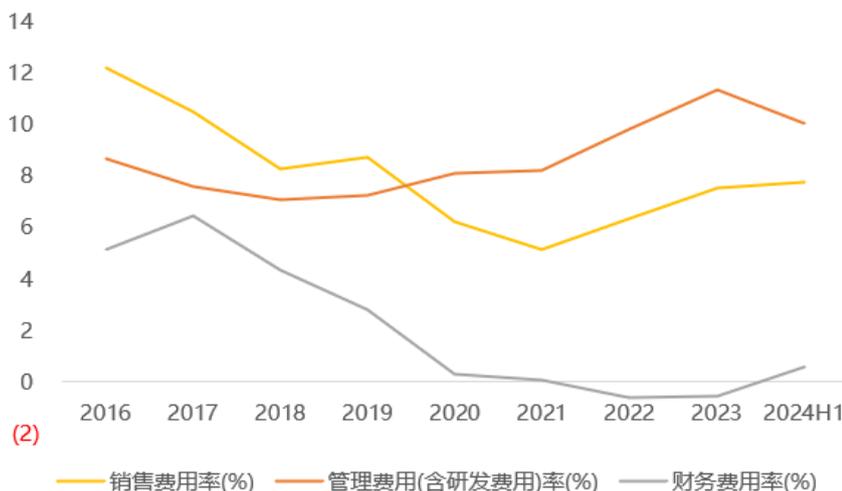
图 8：公司主要业务毛利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

公司费用管控能力较好。自 2016 年以来公司期间费用率整体呈现下降趋势，24H1 公司期间费用率同比提升 1.56pct，主要系管理费用率、财务费用率同比+1.15pct、+0.97pct，管理费用主要系与员工持股计划相关的股份支付费用增加，财务费用主要系上年同期汇兑收益影响。

图 9：公司三费率率情况

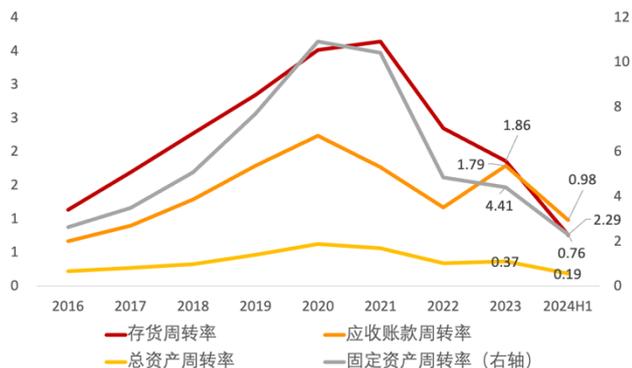


资料来源：wind，天风证券研究所

公司营运管理能力仍存在部分提升空间。2020 年左右公司周转率情况探顶，存货周转率达到了 3.52，固定资产周转率达到了 10.93，应收账款周转率达到了 2.24；而 2023 年由于前一年度需求萎缩，产能过剩，存货积压等问题，又加上营收下降的情况，导致周转率难挡下降趋势，分别达到 1.85、4.4 和 1.79；2024H1，分别达到 0.79、2.29、0.98。我们预计在未来几年公司将逐渐通过去库存、收账款、优化资产等手段，使营运能力重回正常水平。

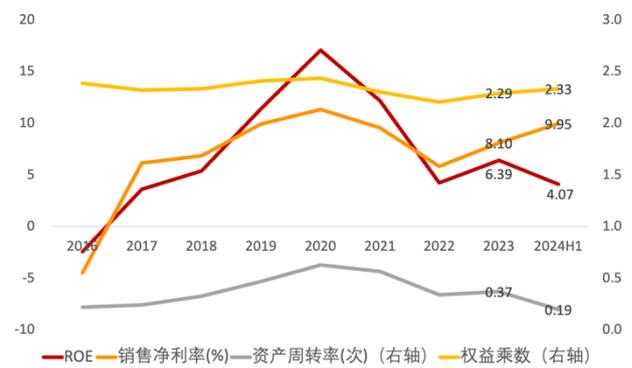
同时公司 roe 分解产生同样“增长-锐减-恢复”的态势，其中资产周转率由最高 0.63 到如今 0.19，有较大优化空间；权益乘数由 2.44 到如今 2.33，变化影响不是很大，呈现出较强的韧性。

图 10：公司各项周转率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：公司 ROE 分解



资料来源：wind，天风证券研究所

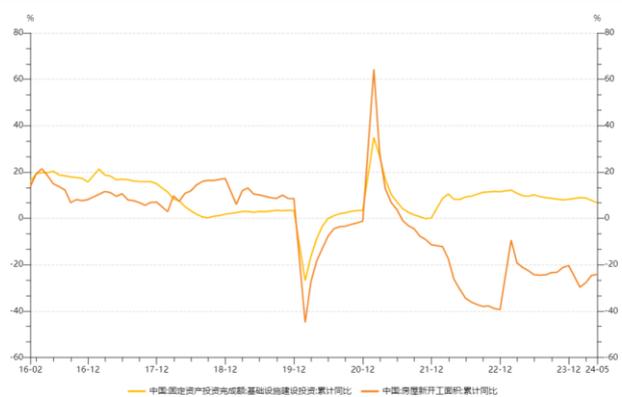
2. 国内行业筑底回升，海外拓展持续进行时

2.1. 挖机需求筑底回升，有望回归上升通道

国内工程机械行业经历下行调整后有望逐步进入上升通道，公司作为国内龙头有望显著受益周期上行。

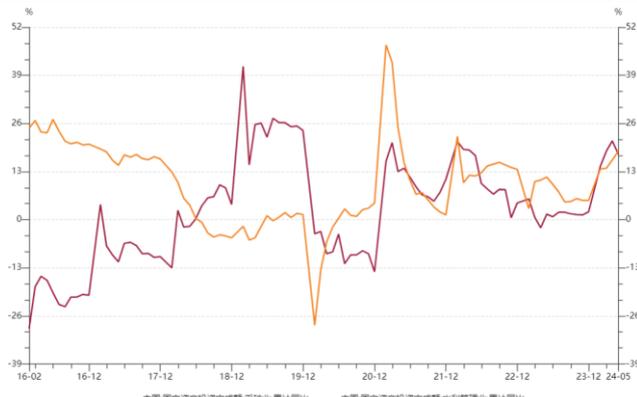
下游端：作为挖掘机应用的两大下游，基础设施建设和房地产持续承压，基础设施建设和房屋新开工面积截至 5 月累计同比分别为+6.68%、-24.2%，我们认为两者恢复仍有待时日。但同时挖掘机应用的其他主要下游如采矿业、水利业等今年以来的表现较好，截至 5 月采矿业固定资产投资完成额和水利管理业固定资产投资完成额累计同比分别为+17.7%、+18.5%，相比 23 年的+2.1%、+5.2%改善明显，我们认为其后续或将拉动挖机需求改善。

图 12：基础设施建设投资和房屋新开工面积累计同比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：采矿业、水利管理业固定资产投资累计同比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

开工端：根据今日工程机械，5 月份中国工程机械市场指数即 CMI 为 100.17，同比增长 4.68%，环比降低 2.68%，表明 5 月之后国内多数市场延续 4 月修复态势，继续呈现不同程度的同比改善，但是终端一线市场的新机销售订单量要弱于上月。同时中国地区小松挖掘机开工小时数同比再次实现转正，5 月开工小时数 101.1，同比+1.0%、环比+4.7%，是今年除 1 月以来的首次同比转正，释放内需筑底转好的积极信号。

图 14：2022 年至今月度 CMI 指数值变化情况

图 15：挖掘机开机时间统计（小松-中国区）(单位：小时)



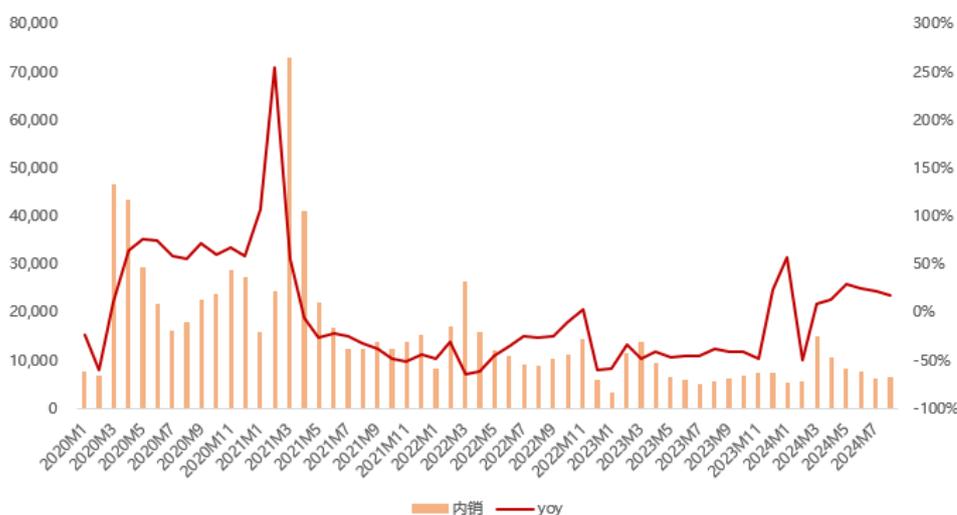
资料来源：今日工程机械公众号，天风证券研究所



资料来源：小松官网，今日工程机械公众号，天风证券研究所

销量端：挖机内销数据连续 6 个月实现正增长，后续有望延续回暖表现。

图 16：2020 年至今国内挖掘机销售情况（台）



资料来源：中国工程机械工业协会公众号，天风证券研究所

设备换新需求叠加政策推动大规模设备更新，共同助力行业进入上升期。3月1日，国常会审议通过了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》文件，明确重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备方向，工程机械是最直接的关联行业。根据工程机械 CCM，截止 2023 年，全国工程机械设备保有量约 1200 万台，其中挖掘机 10 年保有量 190 万台，装载机 10 年保有量 96 万台，这意味着未来淘汰更新或可成为中国工程机械行业发展的动力之一。

图 17：上海市率先发布关于公开征求《上海市鼓励国二非道路移动机械更新补贴资金管理办法》意见的公告

表 1 上海市国二非道机械更新补贴标准

(单位: 万元)

机械类型	机械分级	补贴金额	参考特征参数 (燃油机械)	参考电池容量 (新能源)
叉车	小型	1.9	P<37kW	C>10kWh
	中型	2.6	37kW≤P<75kW	C>15kWh
	大型	13.8	75kW≤P<130kW	C>50kWh
	特大型	36	P>130kW	C>180kWh
挖掘机	微型	2	P≤10kW	C>6kWh
	中小型	3.6	10kW<P≤40kW	C>20kWh
	大型	13.8	40kW<P≤100kW	C>100kWh
	特大型	36	P>100kW	C>400kWh 或拖电
装载机	小型	11	P≤75kW	C>50kWh
	中型	15.6	75kW<P≤130kW	C>100kWh
	大型	23.4	P>130kW	C>200kWh
高空作业车	微型	1.2	P≤10kW	C>5kWh
	小型	8.1	P>10kW	C>15kWh
港作机械	轮胎起重机	60	P>130kW	C>300kWh
	空箱堆高机	60	P>130kW	C>300kWh
	集装箱正面吊	86.7	P>130kW	C>400kWh
机场地勤设备	飞机牵引车	30.3	P>70kW	C>130kWh
	行李传送车	10.8	P>37kW	C>50kWh
其他	小型	1.9	19kW≤P<37kW	C>10kWh
	中型	2.6	37kW≤P<75kW	C>15kWh
	大型	13.8	P>75kW	C>50kWh

资料来源: 今日工程机械公众号, 天风证券研究所

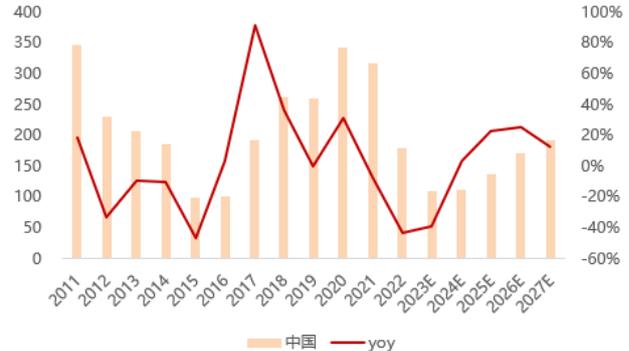
2020 年国内工程机械市场一度高达 2362 亿元, 成为当年全球最大的工程机械市场; 而后随国内房地产政策的趋严, 工程机械需求下滑; 根据 Off-Highway Research 预测, 国内工程机械市场在今年逐步回暖, 27 年市场规模有望达 192 亿美元, 24-27 年 CAGR 为 19.73%。公司作为国内行业头部企业之一, 经营表现则有望与周期上行共振。

图 18: 中国工程机械市场销售量预测 (台)



资料来源: Off-Highway Research, 天风证券研究所

图 19: 中国工程机械市场销售额预测 (亿美元)



资料来源: Off-Highway Research, 天风证券研究所

2.2. 海外市场发展态势良好, 国产品牌拉开海外扩张大幕

受惠于“一带一路”的持续拉动, 我国工程机械通过工程承包的方式“搭车”出海。2023 年我国工程机械对“一带一路”沿线国家出口 210.55 亿美元、yoy+24.1%, 占总出口额的 47.2%, 保持较好增长势头。对各经济体的出口中, 对东盟、欧盟和英国、美加墨自贸区三大经济体出口下降, 而这三大经济体需求不振是我国工程机械产品出口下半年下滑的主要原因。

表 2: 2023 年我国工程机械出口国别 (地区) 前二十

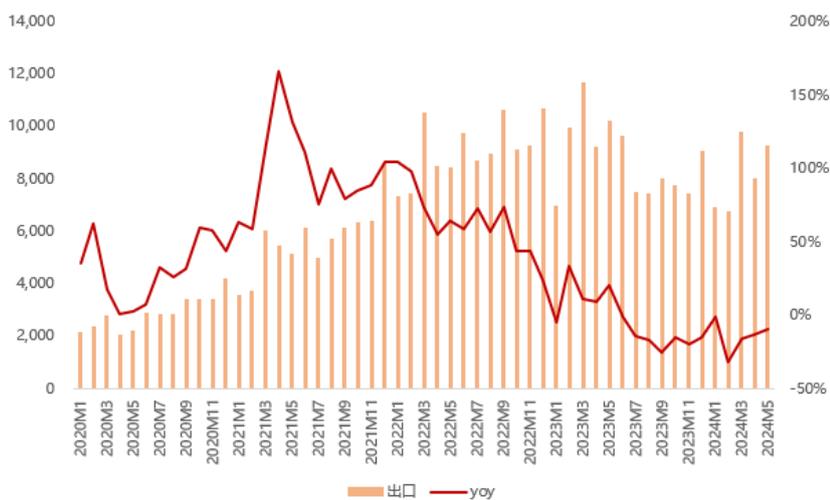
国别 (地区)	出口额 (万美元)	同比%
俄罗斯联邦	605834	66.50

美国	427945	-7.51
印度尼西亚	230965	-15.00
日本	183433	-7.41
澳大利亚	179514	-2.95
印度	177998	20.30
巴西	146727	-4.87
比利时	126238	-13.20
沙特阿拉伯	123976	37.80
土耳其	113480	88.00
韩国	103826	-7.21
泰国	103067	-9.72
荷兰	96578	30.80
越南	92926	-35.70
菲律宾	92857	4.94
马来西亚	92078	10.80
墨西哥	91602	62.90
阿联酋	87425	51.70
英国	85863	-6.29
加拿大	84243	-5.70

资料来源：21sun 工程机械商贸网公众号，天风证券研究所

自主出海趋势明显，挖掘机出口量占比最大。海外市场面临俄乌冲突、全球通胀高涨等复杂局面，在低利率刺激下欧美基建和房地产投资繁荣，全球资源品价格大幅上涨带动矿山开采需求上升，叠加海外企业生产成本不可控、供货周期长等问题，给了我国工程机械企业拓展国际市场的机会。

图 20：我国挖机出口销量占比由 2020 年 10.6% 提升至 2023 年 53.9%



资料来源：中国工程机械工业协会公众号，天风证券研究所（注：单位：台）

全球工程机械行业格局较为稳定，国产品牌市占率提升已成趋势。根据英国 KHL 集团发布的最新全球工程机械制造商 50 强排行榜（Yellow Table 2023），共计 10 家中国企业入榜，全球入榜企业销售额合计 2,306 亿美元，同比下降 0.90%，但仍处于历史高位。

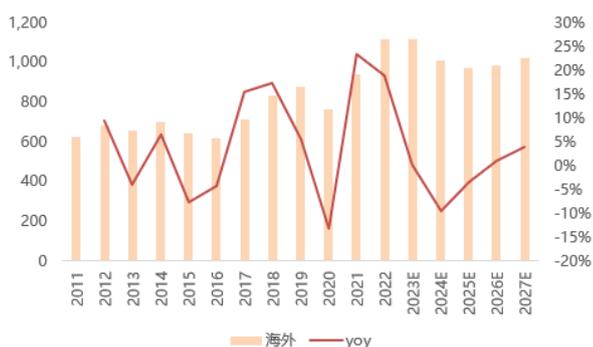
表 3：2023 年度全球工程机械 TOP10 企业

企业	国家	销售额 (亿美元)	占比
卡特彼勒	美国	375.38	16.30%
小松	日本	246.48	10.70%
徐工集团	中国	134.07	5.80%
迪尔	美国	125.34	5.40%
三一重工	中国	118.82	5.20%
沃尔沃建筑设备	瑞典	99.07	4.30%
利勃海尔	德国	98.55	4.30%
日立建机	日本	92.3	4.00%
山特维克矿山与岩石技术	瑞典	77.69	3.40%
杰西博	英国	70	3.00%

资料来源：全球企业动态公众号，天风证券研究所

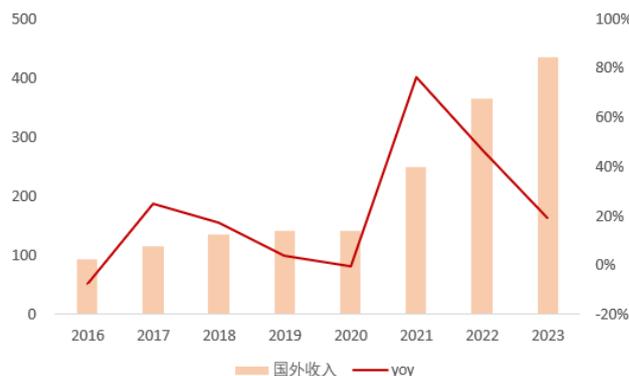
海外工程机械市场空间广阔，欧美占比半壁江山。根据 Off-Highway Research 数据，海外工程机械市场在未来几年规模均在 7000 亿元以上，而其中北美加欧洲两个市场占据一半左右份额，未来国内企业可拓展空间仍较大。而目前公司在欧美市场的销售收入以及市占率均处于极低水平，未来提升空间广阔。

图 21：海外工程机械市场销售额预测 (亿美元)



资料来源：Off-Highway Research，天风证券研究所

图 22：2016-2023 年公司国外收入表现 (亿元)



资料来源：wind，天风证券研究所

同时我们也重申在已发报告《工程机械：基于区域市场分析，论工程机械海外空间几何》（外发时间为 23 年 7 月）中对欧美市场的观点：

➤ **北美洲市场观点总结：**

1) 市场空间：北美为全球最大的工程机械区域市场，2022 年工程机械市场空间超 3000 亿元，美国的移民国家属性使得其房地产需求持续增长，未来油气资本开支有望上行，或将带动矿用设备的需求高增。

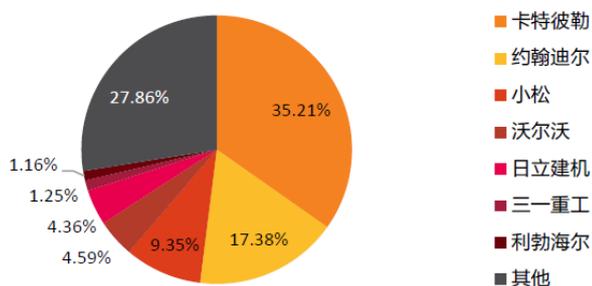
2) 切入路径：虽国内工程机械产品出口美国仍存在 25% 的关税壁垒，但国内产品的成本优势明显，头部厂商仍具备较大的利润空间；此外，国内厂商在美国及拉丁美洲的生产基地产能逐渐释放，可以有效规避关税的限制。美国企业虽在北美洲占据主导地位，但参考日本与欧洲企业在北美已经拿到超过 600 亿元的市场份额，国内工程机械企业仍有较大提升空间。

➤ **欧洲市场观点总结：**

1) 市场空间：2022 年欧洲工程机械市场规模约 1200 亿元，与国内接近；主要需求来自西欧的建筑业与俄罗斯的资源业，西欧国家的房地产增加值约为国内的 1.5 倍，基本保持稳定增长；俄罗斯的下游采矿业、建筑业、油气开采业投资额或是国内的 30% 左右，贡献一定市场空间。

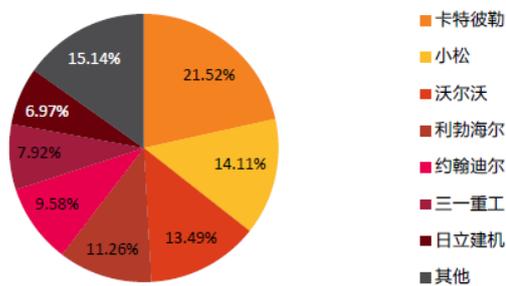
2) 切入路径：长期来看，欧洲工程机械份额分布较为均衡，我们认为国内厂商扩大市场份额的阻力有望明显小于北美洲；短期来看，俄乌战争对俄罗斯国内投资额影响较小，俄罗斯市场对中国企业呈现敞开状态，有望提供较强的增长动力。

图 23：2022 年北美地区工程机械主机的市占率情况



资料来源：Off-Highway Research，各公司官网，各公司年报，天风证券研究所

图 24：2022 年欧洲地区工程机械主机的市占率情况



资料来源：Off-Highway Research，各公司官网，各公司年报，天风证券研究所

工程机械出口自 23 年下半年以来持续承压，今年 5 月出现转正拐点：我们选取海关总署的商品编码 8429 作为工程机械出口代表指标，该商品编码包含机动推土机、侧铲推土机、筑路机、平地机、铲运机、机械铲、挖掘机、机铲装载机、捣固机械及压路机等品类；根据海关总署，今年以来出口同比降幅持续收窄，5 月份同比转正、yoy+0.55%，6 月份延续正增趋势、yoy+6.36%，我们预计下半年有望延续修复趋势；同时近年来外销毛利率普遍高于内销毛利率，出口向好有利于增厚公司业绩表现。

表 4：商品编码 8429 区域出口数据（亿元）

	23M1-12	23M1-12 同比	24M1-6	24M1-6 同比	24M6	24M6 同比	24M6 环比
亚洲合计	351.4	3.0%	178.0	-3.9%	27.8	-6.33%	-10.34%
非洲合计	119.3	27.5%	82.8	49.9%	17.3	63.20%	11.62%
欧洲合计	319.7	21.5%	143.3	-27.5%	32.5	-1.33%	16.18%
-欧洲（除俄罗斯）	147.8	0.3%	63.7	-31.9%	12.2	-31.57%	-13.25%
-俄罗斯	171.9	48.3%	79.5	-23.5%	20.4	34.13%	45.75%
拉丁美洲合计	99.6	4.0%	60.9	37.3%	10.1	12.60%	-2.66%
北美洲合计	73.4	24.4%	34.7	-16.9%	7.1	27.71%	24.48%
大洋洲合计	33.6	-16.8%	13.1	-18.4%	1.4	-48.20%	-53.13%
总出口金额	997.0	11.6%	512.7	-5.1%	96.2	6.36%	2.84%

资料来源：海关总署，天风证券研究所

表 5：商品编码 8429 重点国家出口数据（亿元）

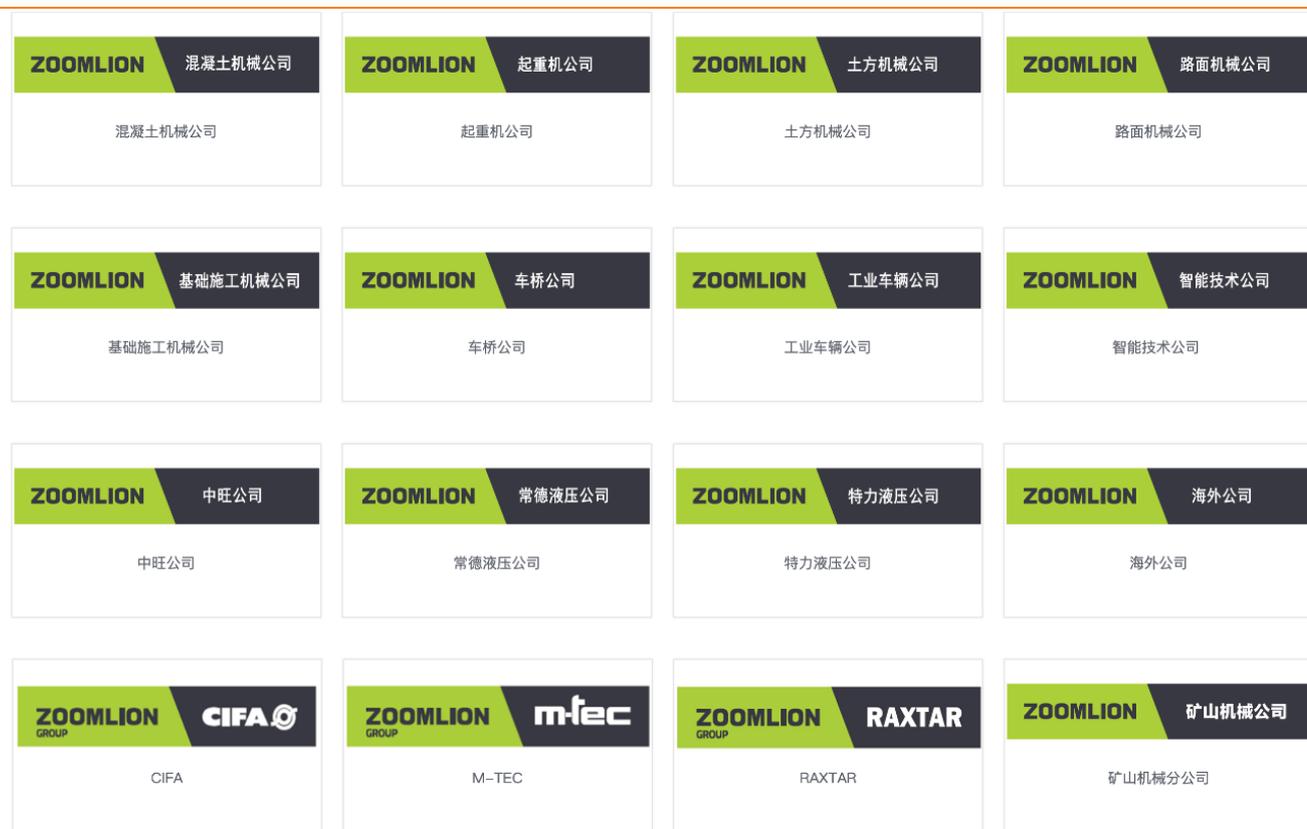
	23M1-12	23M1-12 同比	24M1-6	24M1-6 同比	24M6	24M6 同比	24M6 环比
亚洲地区							
印度	17.0	-5.3%	7.2	-14.6%	1.1	35.9%	-17.8%
印度尼西亚	67.8	-29.5%	30.4	-23.1%	5.1	-9.4%	-18.9%
以色列	1.1	36.1%	0.4	-48.9%	0.1	-24.6%	57.1%
日本	8.7	61.4%	2.6	-45.2%	0.4	-30.7%	21.8%
马来西亚	15.0	-2.2%	8.8	16.5%	1.2	-29.7%	-9.1%
菲律宾	30.4	4.0%	16.3	-7.5%	3.0	0.6%	-0.7%
沙特阿拉伯	36.0	19.1%	17.4	-15.8%	2.8	-4.4%	71.6%
新加坡	2.2	6.7%	1.3	9.5%	0.2	-59.1%	-37.4%
韩国	4.7	15.4%	1.7	-34.2%	0.4	-13.4%	97.7%

资料来源：公司官网，天风证券研究所

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司分支、业务版图宏大。中联重科工程机械板块行业领先，旗下包含混凝土机械、起重机械、土方机械、路面机械、基础施工、高空作业机械、矿山机械等业务单元。自 2001 年以来，公司先后完成英国保路捷公司、意大利 CIFA 公司、德国 M-TEC 公司、荷兰 Raxtar 公司等业内优质资产的并购，并与如印度 ELECTROMECH、白俄罗斯 MAZ 等公司深度合作，成功延拓业务至各类不同领域、不同行业，缔造出丰富的产品版图。

图 27：公司部分子公司一览



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 出口-内销结构迅速转型，开拓业务新增长点

公司深耕海外市场，推进国际化突破：按照“做主、做深、做透”原则，加快海外生产基地的布局和升级，打造“一带一路”的本地化制造集群。通过对国外工业园区的整合和布局，形成产业制造基地，实现公司从“走出去”到“走进来”本地化运营的海外发展战略。营收结构由 2020 年出口营收占比 5.89% 迅速增长到今年上半年的 49.1%，实现了海外快速扩张。

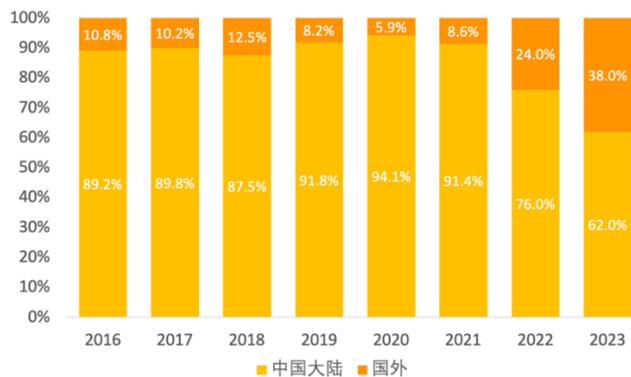
公司已经覆盖全球 100 余个国家和地区，在“一带一路”沿线均有市场布局。产品远销中东、南美、非洲、东南亚、俄罗斯以及欧美、澳大利亚等高端市场。公司在东亚、东南亚、欧洲等多个地区建立子公司，在意大利、德国、巴西、印度、白俄罗斯投资建有工业园，在土耳其、沙特拟新建工厂，并在全球设立 50 多个常驻机构。以阿联酋、巴西为中心，正逐步建立全球物流网络和零配件供应体系。

图 28：马来西亚网点开业

图 29：公司全球业务结构



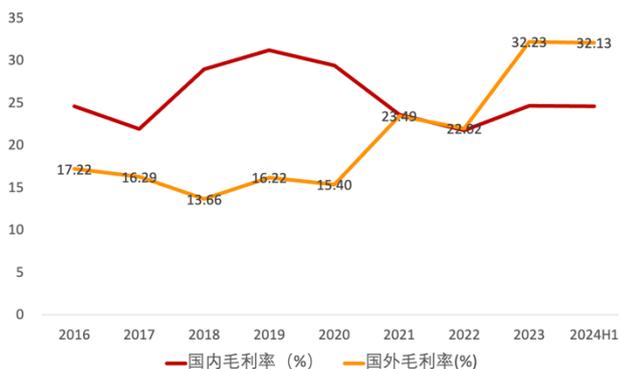
资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

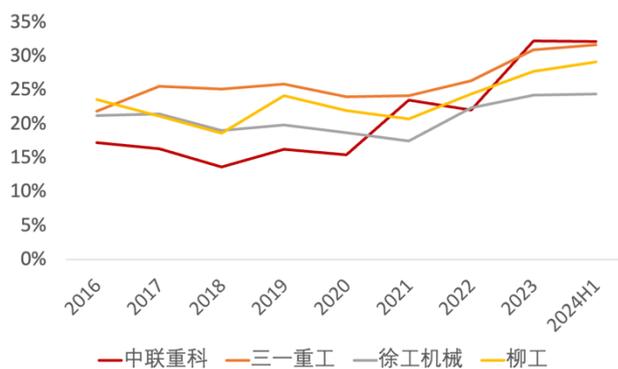
由于国外资源整合、资本运作和海外放量的初步成功，国外业务毛利率得到跨越式发展，2023年达到32.23%，超过同行业竞争对手三一重工的30.94%和徐工机械的24.21%，2024H1同样以32.13%的国外业务毛利率高于同行竞争对手三一重工的31.68%和徐工机械的24.41%；同时2023年公司海外营收增速也进一步提升，在同行三一重工和徐工机械增速放缓的情况下，逆势强劲增长，达到79.19%。

图 30：公司国内外毛利率情况



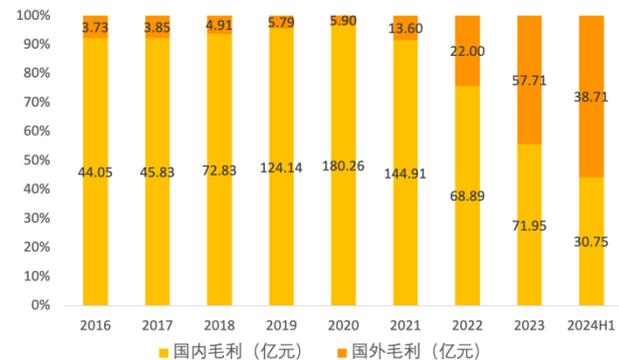
资料来源：wind，天风证券研究所

图 31：行业部分企业国外业务毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 32：公司国内外毛利占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 33：行业部分企业国外营收增长率 (%)



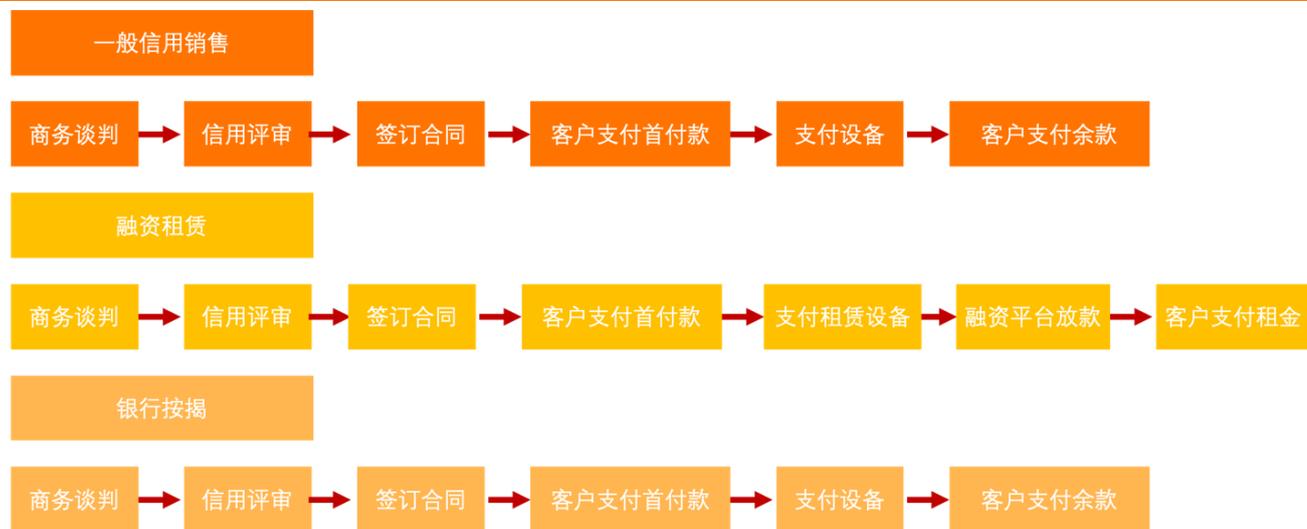
资料来源：wind，天风证券研究所

3.3. 构建完善直销体系，助力海外业务本土化发展

公司已存在的销售模式可分为一般信用销售、融资租赁和贷款按揭三种模式，也可分为直

销和经销两种模式；经销模式环节较多，环节摩擦严重，经销商抽利更多。国内头部厂商多采用“线上直销+线下经销”的混合营销模式，中联重科在国内更多采用直销模式，通过在各地设立子公司、分公司、事业部及营销保障中心来建立线下直销功能网点，直销网点数量占总量 50%以上，高效利用现有资本，减少给经销商让利的部分。

图 34：销售基本形式



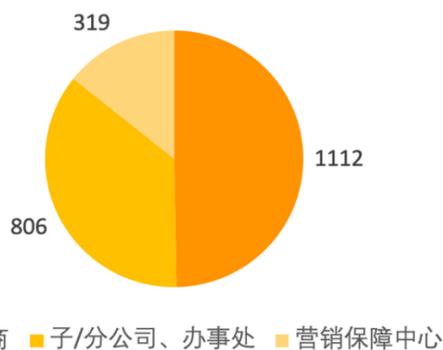
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 35：行业部分企业经销商网点数量（个）



资料来源：各公司官网，天风证券研究所

图 36：公司国内销售网点分类（个）

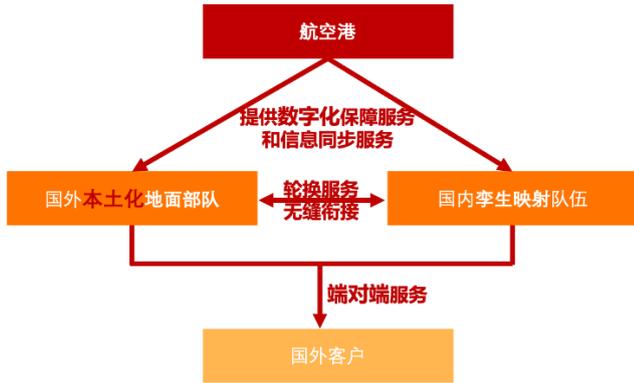


资料来源：公司官网，天风证券研究所

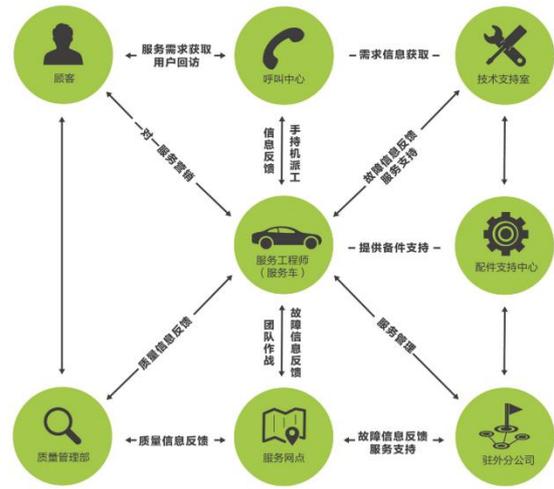
公司在海外以“地球村、端对端、孪生平台”为战略发展主线，充分利用互联网思维，构建独特的基于“端对端、数字化、本土化”的海外业务体系。该体系简而言之是构建后台管理部门通过互联网实时共享链接海外本土管理队伍和国内对应队伍，从而通过互联网实现企业和客户的 24 小时一对一连接，直接刨除中间经销商带来的经济和时间上的摩擦，同时根据该体系构建出完善的售后服务体系，抢占后市场份额。

图 37：公司海外业务体系

图 38：公司售后服务体系



资料来源：公司年报，天风证券研究所



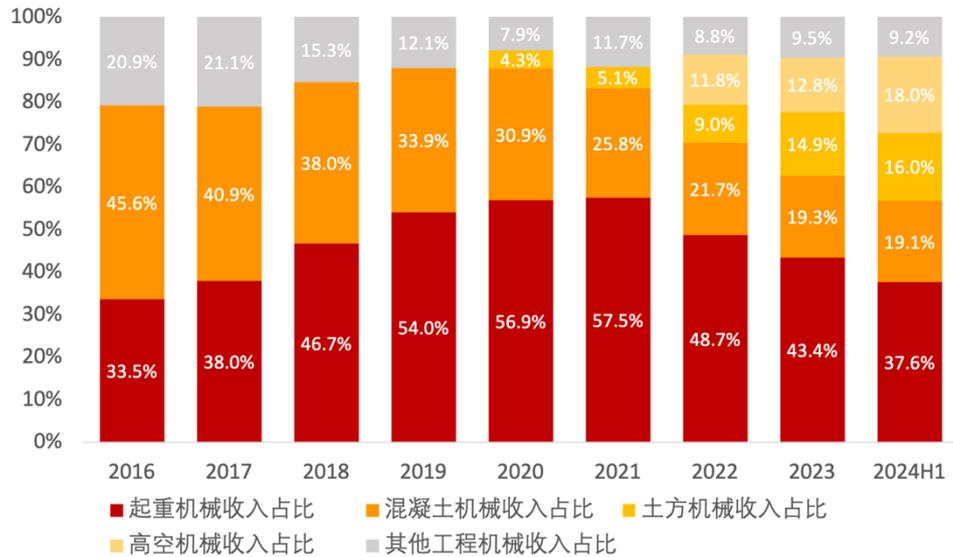
资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.4. 高机+农机等产品齐发力，新兴品类突破带来业绩增量

3.4.1. 高空作业机械产品全覆盖，跻身行业国产龙头之列

公司在高空作业机械这个新兴潜力产品类别加速发展，实现新突破。自 2022 年起，中联重科高空作业机械业务作为重要子项目着重发展，到 2023 年，高机业务收入占比已经达到工程机械产品总营收的 12.8%，达到 57.07 亿元；2024H1，高机业务收入占比达到 18%，达到 39.55%。

图 39：工程机械产品收入结构



资料来源：wind，天风证券研究所

产品图谱不断丰富，是国内型号最全的高空设备厂商，实现 4-72 米产品全覆盖，70-110 米超高米段产品创新发展。其中“超高米段臂式高空作业平台关键技术及应用项目”获得中国机械工业科学技术一等奖；发布 72 米直臂产品刷新全球最高纪录。中联重科电动化产品渗透率高达 90% 以上，电动臂式高空作业平台关键技术达到国际领先水平，曲臂 10-20 米级、直臂 20-50 米级主流机型均已实现电动化，其中 51 米全球最高电驱产品引领电驱臂车新高度。行业首创的 4 款高空作业机器人完成样机下线，填补行业空白。

表 6：高空机械主要产品(一)

型	ZLF550JXFJP80	ZLF5340JXFJP36	ZLF5341JXFJP18	ZLF5420JXFJP52	ZLF5430JXFJP25
---	---------------	----------------	----------------	----------------	----------------

号					
外观					
覆盖高度	80 米	36 米	18 米	52 米	25 米
所属类别	举高喷射消防车				

资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 7：高空机械主要产品(二)

型号	ZLF5430JXFJP58	ZLF5430JXFJP65	ZLF5430JXFJP72	DG113	ZLF5320JXFDG34
外观					
覆盖高度	58 米	65 米	72 米	113 米	34 米
所属类别	举高喷射消防车			登高平台	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 8：高空机械主要产品(三)

型号	ZLF5321JXFDG34	ZLF5530JXFDG90	ZLF5190JXFYT25	ZLF5323JXFYT53	ZLF5330JXFYT68
外观					
覆盖高度	34 米	90 米	25 米	53 米	68 米

盖
高
度
所
属
类
别

登高平台

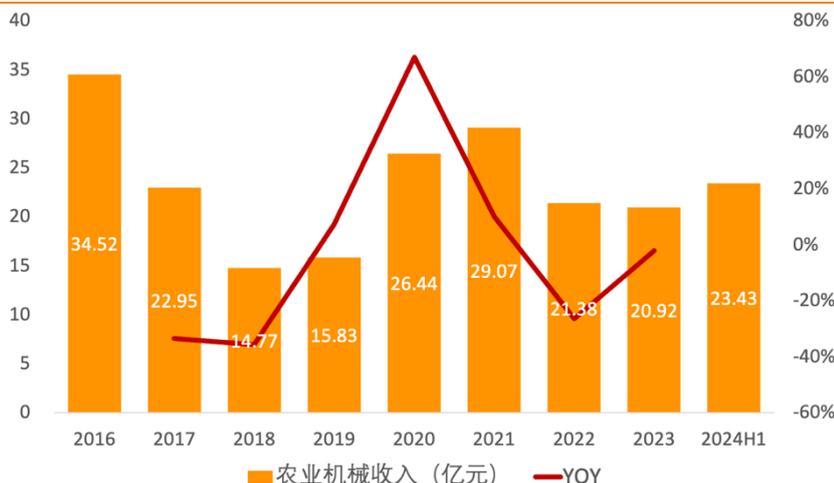
云梯

资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.4.2. 公司聚焦农机发展，三化技术资源助力“大农业”品类延拓

中联重科农业机械业务是公司重要的组成部分，在 8 年间稳步发展，2022-2023 年受到国内内需不足的影响，农业机械收入略有下降，但仍然保持在年营收 21.38 亿元和 20.92 亿元的水平。农业机械收入虽然受到内需、地域和季节性的影响，但是农业生产的全程机械化和高端农业机械高需求有望会成为未来“大农业”的发展方向，近几年国家加强对农业机械的扶植力度，给予税收优惠和财政补贴，所以公司在该领域的发展空间仍然广阔。

图 40：农业机械产品营收



资料来源：wind，天风证券研究所

公司聚焦发展拖拉机和主粮收获机械。2023 年小麦机、烘干机在国内市场份额保持前二地位，这得益于新产品可靠、低能耗、高作业效率的优势。

公司注重农业机械“数字化、智能化、绿色化”的产品研发和发展，在北美设立高端农机研发中心，在安徽、河南、浙江等地建有研发、生产制造基地，拥有完善的研发体系。产品方面，小麦机推出混合动力版、玉米机完成产品升级、拖拉机下线中大马力机型；智慧农业数字农艺技术研发方面，在湖南洞庭湖区域、安徽芜湖区域，开展产业链和稻米产业互联网项目，实现大田作物种植的全程数字化应用，并积极推动“互联网+智能农机”的智慧农业发展，高起点跨入人工智能技术领域，是国内首家 AI 农业装备制造企业。

图 41：农业机械产品类型



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 盈利预测

我们认为工程机械行业有望迎来筑底回升，进入新一轮上升通道；同时公司自身 α （强出海、拓品类等优势）有望与行业 β 共振，助力未来业绩表现；因此我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 521、619、741 亿元，yoy 分别为+11%、+19%、+20%；归母净利润分别为 43.8、55.3、66.9 亿元，yoy 分别为+25%、+26%、+21%；目前对应公司 2024 年 PE 为 11.7x，相较于可比公司平均估值 15.7x 具备估值优势，持续看好并维持“买入”评级。

表 9：公司未来 3 年盈利预测（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收合计	433.1	651.1	671.3	416.3	470.8	521.1	619.4	741.4
yoy	50.9%	50.3%	3.1%	-38.0%	13.1%	10.7%	18.9%	19.7%
毛利率	30.0%	28.6%	23.6%	21.8%	27.5%	28.7%	29.3%	29.6%
国内	397.4	612.8	613.4	316.4	291.7	262.5	288.8	317.7
yoy	58.28%	54.20%	0.11%	-48.42%	-7.81%	-10%	10%	10%
毛利率	31.24%	29.42%	23.62%	21.77%	24.66%	25%	25%	25%
国外	35.7	38.3	57.9	99.9	179.1	258.6	330.6	423.7
yoy	-0.60%	7.38%	51.05%	72.60%	79.19%	44%	28%	28%
毛利率	16.22%	15.40%	23.49%	22.02%	32.23%	33%	33%	33%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 10：可比公司估值（单位：亿元）

证券代码	证券简称	总市值	归母净利润			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600031.SH	三一重工	1,342.44	61.52	79.21	100.16	21.82	16.95	13.40
000425.SZ	徐工机械	738.51	65.22	82.06	104.15	11.32	9.00	7.09
000528.SZ	柳工	204.83	14.65	19.45	25.35	13.98	10.53	8.08
	均值	761.92	47.13	60.24	76.55	15.71	12.16	9.52
000157.SZ	中联重科	513.74	43.85	55.31	66.90	11.72	9.29	7.68

资料来源：wind（可比公司盈利预测为 wind 一致预期），天风证券研究所（注：表中数据对应时间为 2024/09/18）

5. 风险提示

政策风险：工程机械行业与基础设施建设和建筑业投资等密切相关，宏观政策和固定资产投资增速的变化，将对公司下游客户需求造成影响，进而影响公司产品销售。

市场风险：公司国际化稳步发展，全球贸易保护主义抬头，大国博弈及全球政治经济的复杂性将给公司国际市场带来不确定性。国内外经济同步增长但仍存在不确定性，市场竞争加剧，大宗商品价格波动以及人工成本上升等因素，可能对公司销售规模和效益产生影响。

汇率风险：公司存在一定数量的美元、欧元、日元等外币业务，如果相关币种汇率波动，将对公司财务状况产生一定影响。

原材料价格波动的风险：公司原材料及零部件的成本可能受到多种因素的影响，如市场供求、供应商变动、替代材料的可获得性、供应商生产状况的变动及自然灾害等。

全球化进展不及预期风险：当前公司出海表现领先行业，全球化受阻或不及预期将对公司财务状况造成不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,498.55	15,870.43	12,683.50	13,942.69	9,618.98	营业收入	41,631.50	47,074.85	52,108.34	61,939.16	74,139.05
应收票据及应收账款	28,202.18	24,695.38	27,412.96	34,526.20	39,612.86	营业成本	32,543.06	34,109.33	37,142.10	43,809.49	52,214.45
预付账款	2,632.39	2,967.15	2,191.48	2,676.25	3,125.36	营业税金及附加	288.98	330.14	364.76	433.57	518.97
存货	14,202.65	22,503.50	8,448.25	15,890.36	7,316.06	销售费用	2,635.38	3,557.41	4,038.40	4,645.44	5,560.43
其他	13,047.54	11,932.07	11,637.95	11,683.20	12,266.79	管理费用	1,574.12	1,903.56	2,449.09	2,787.26	3,336.26
流动资产合计	73,583.30	77,968.53	62,374.13	78,718.69	71,940.04	研发费用	2,507.48	3,440.64	2,761.74	3,406.65	4,077.65
长期股权投资	4,475.78	4,496.96	4,496.96	4,496.96	4,496.96	财务费用	(265.24)	(260.46)	(271.13)	(166.46)	12.64
固定资产	10,418.46	10,935.44	11,814.37	12,593.30	13,272.23	资产/信用减值损失	(1,034.94)	(883.78)	(800.00)	(800.00)	(800.00)
在建工程	3,373.32	5,673.95	5,673.95	5,673.95	5,673.95	公允价值变动收益	(11.21)	(37.01)	0.00	0.00	0.00
无形资产	5,344.19	5,100.84	4,851.46	4,602.08	4,352.69	投资净收益	309.40	(2.20)	170.00	150.00	150.00
其他	26,355.57	26,684.04	22,786.04	25,362.20	24,920.66	其他	698.15	764.79	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	49,967.32	52,891.23	49,622.78	52,728.48	52,716.49	营业利润	2,386.31	4,152.45	4,993.38	6,373.20	7,768.66
资产总计	123,553.03	130,862.39	111,996.91	131,447.17	124,656.53	营业外收入	142.82	122.23	145.14	136.73	134.70
短期借款	6,200.63	5,654.52	5,000.00	5,000.00	5,000.00	营业外支出	58.47	47.12	61.13	55.57	54.61
应付票据及应付账款	21,233.77	23,050.22	18,218.77	30,458.44	27,557.61	利润总额	2,470.66	4,227.56	5,077.38	6,454.35	7,848.75
其他	19,065.09	19,474.76	16,109.47	23,449.12	18,057.34	所得税	86.02	456.64	507.74	645.44	784.87
流动负债合计	46,499.49	48,179.50	39,328.25	58,907.56	50,614.95	净利润	2,384.64	3,770.92	4,569.64	5,808.92	7,063.87
长期借款	10,936.95	14,944.42	5,000.00	5,000.00	5,000.00	少数股东损益	78.59	264.91	184.94	278.21	373.48
应付债券	25.34	0.00	1,005.70	343.68	449.79	归属于母公司净利润	2,306.05	3,506.01	4,384.71	5,530.71	6,690.39
其他	7,224.15	6,754.28	6,711.14	6,896.52	6,787.31	每股收益(元)	0.27	0.40	0.51	0.64	0.77
非流动负债合计	18,186.44	21,698.69	12,716.84	12,240.20	12,237.10						
负债合计	66,577.80	71,695.11	52,045.08	71,147.76	62,852.06						
少数股东权益	2,234.12	2,760.26	2,798.46	2,823.41	2,886.18	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	8,677.99	8,677.99	8,677.99	8,677.99	8,677.99	成长能力					
资本公积	19,625.13	18,725.10	19,172.32	19,172.32	19,172.32	营业收入	-37.98%	13.08%	10.69%	18.87%	19.70%
留存收益	29,286.16	30,118.51	31,024.18	31,520.32	32,644.76	营业利润	-67.00%	74.01%	20.25%	27.63%	21.90%
其他	(2,848.18)	(1,114.58)	(1,721.11)	(1,894.63)	(1,576.78)	归属于母公司净利润	-63.22%	52.04%	25.06%	26.14%	20.97%
股东权益合计	56,975.22	59,167.28	59,951.83	60,299.41	61,804.47	获利能力					
负债和股东权益总计	123,553.03	130,862.39	111,996.91	131,447.17	124,656.53	毛利率	21.83%	27.54%	28.72%	29.27%	29.57%
						净利率	5.54%	7.45%	8.41%	8.93%	9.02%
						ROE	4.21%	6.22%	7.67%	9.62%	11.36%
						ROIC	5.19%	11.21%	12.18%	15.32%	22.43%
						偿债能力					
						资产负债率	53.89%	54.79%	46.47%	54.13%	50.42%
						净负债率	11.68%	11.19%	5.42%	0.56%	7.14%
						流动比率	1.52	1.56	1.59	1.34	1.42
						速动比率	1.23	1.11	1.37	1.07	1.28
						营运能力					
						应收账款周转率	1.16	1.78	2.00	2.00	2.00
						存货周转率	3.01	2.56	3.37	5.09	6.39
						总资产周转率	0.34	0.37	0.43	0.51	0.58
						每股指标(元)					
						每股收益	0.27	0.40	0.51	0.64	0.77
						每股经营现金流	0.28	0.31	0.97	1.17	0.39
						每股净资产	6.31	6.50	6.59	6.62	6.79
						估值比率					
						市盈率	22.28	14.65	11.72	9.29	7.68
						市净率	0.94	0.91	0.90	0.89	0.87
						EV/EBITDA	3.60	4.15	4.27	2.86	2.84
						EV/EBIT	4.28	4.86	5.27	3.44	3.34

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,384.64	3,770.92	4,384.71	5,530.71	6,690.39
折旧摊销	1,039.56	1,260.70	1,370.45	1,470.45	1,570.45
财务费用	936.62	690.70	(271.13)	(166.46)	12.64
投资损失	(309.40)	2.20	(170.00)	(150.00)	(150.00)
营运资金变动	(12,884.15)	(1,319.38)	2,956.50	3,187.45	(5,129.92)
其它	11,257.37	(1,692.59)	184.94	278.21	373.48
经营活动现金流	2,424.63	2,712.55	8,455.47	10,150.36	3,367.05
资本支出	5,223.98	4,396.79	2,043.14	1,814.61	2,109.21
长期投资	286.22	21.18	0.00	0.00	0.00
其他	(4,942.83)	(4,696.37)	(3,612.32)	(3,759.52)	(3,982.88)
投资活动现金流	567.37	(278.40)	(1,569.18)	(1,944.90)	(1,873.67)
债权融资	3,318.99	596.66	(6,288.13)	(1,484.94)	(258.27)
股权融资	(4,264.72)	(1,943.38)	(3,785.09)	(5,461.33)	(5,558.81)
其他	(1,548.74)	(1,296.50)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(2,494.47)	(2,643.22)	(10,073.23)	(6,946.27)	(5,817.08)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	497.53	(209.07)	(3,186.93)	1,259.18	(4,323.71)

资料来源:公司公告,天风证券研究所

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。

一般声明

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

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

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com