

三一重工 (600031)

内需持续好转，看好龙头主机厂业绩弹性

买入 (维持)

2024年11月25日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|--------|-------|-------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 80839 | 74019 | 78963 | 89601 | 102693 |
| 同比 (%) | (24.36) | (8.44) | 6.68 | 13.47 | 14.61 |
| 归母净利润 (百万元) | 4290 | 4527 | 6284 | 8494 | 11321 |
| 同比 (%) | (64.35) | 5.53 | 38.79 | 35.17 | 33.28 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.51 | 0.53 | 0.74 | 1.00 | 1.34 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 34.13 | 32.35 | 23.31 | 17.24 | 12.94 |

股价走势



投资要点

■ 土方机械率先实现复苏，起重机&混凝土有望于2025年筑底回升

①**土方机械**: 挖掘机、装载机等产品在大型房建和基建项目中的入场顺序最早;除了房建基建以外,农村水利、矿山机械、隧道工程等场景也是非常大的下游,应用多样化使土方机械率先实现复苏;②**起重机&混凝土**: 下游应用与房地产、基建行业相关性较高,增速恢复受制于单一作业场景,2024M1-9仍在探底阶段。2025年化债背景下,看好地产基建相关的起重机&混凝土板块弹性。国内龙头主机厂在起重机、混凝土、挖掘机板块收入分别较上一轮高点下滑85%、85%、75%,已处于历史低位。目前挖掘机已在2024年实现筑底回升,从产品相关性来看,我们预计2025年起重机与混凝土板块将迎来筑底回升。

■ 财政货币政策保障基建、房地产逐渐修复,工程机械下游需求边际改善

国内偏向宽松的货币财政持续保障基建、房地产行业:①**需求端**:10月17日国新办发布会打出房地产组合拳,主要包括取消限购、降低住房公积金贷款利率和存量房贷利率、新增100万套城中村改造和危旧房改造,促进房地产市场止跌回稳;②**供给端**:11月8日增加地方政府债务限额6万亿元,叠加此前政策共直接增加地方化债资源10万亿元,大幅减轻地方政府财务压力,推动“土地财政”节奏放缓、助力基建工程开工和城市规划落地,供给端得到优化。展望未来,我们认为此类政策将持续推进,刺激基建和房地产景气度回升,工程机械行业有望率先受益。

■ 内需持续好转&产品结构领先,三一重工有望率先受益

①**土方机械**:三一重工作为国内挖机龙头,中大挖品类布局深入。从产品分布来看,三一目前挖掘机吨位已覆盖1.9~260吨,尤其在中大挖产品品相布局丰富度远超同行业水平。中大挖盈利性较好,公司在中大挖的深入布局将在本轮上行周期带来较大利润释放空间。②**起重机&混凝土**:三一重工混凝土起重机合计占收入比重达44%,混凝土起重机板块复苏将释放较大利润弹性,充分受益本轮上行周期。

■ **盈利预测与投资评级**:国内财政货币政策发力,内需有望持续好转,坚定看好工程机械龙头在本轮上行周期内的利润提升空间。我们维持公司2024-2026年归母净利润预测值为62.84/84.94/113.21亿元,对应当前市值PE分别为23/17/13x,维持“买入”评级。

■ **风险提示**:政策力度不及预期,国内行业回暖不及预期,出海不及预期。

市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 17.28 |
| 一年最低/最高价 | 12.60/20.76 |
| 市净率(倍) | 2.07 |
| 流通A股市值(百万元) | 146,261.65 |
| 总市值(百万元) | 146,447.62 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 8.37 |
| 资产负债率(% ,LF) | 51.87 |
| 总股本(百万股) | 8,474.98 |
| 流通A股(百万股) | 8,464.22 |

相关研究

《三一重工(600031):2024年三季度报点评:业绩符合预期,经营质量持续提升》

2024-11-04

《三一重工(600031):2024年中报点评:Q2业绩基本符合市场预期,电动化、全球化逻辑逐步兑现》

2024-08-30

内容目录

| | |
|---|---|
| 1. 内需持续好转&产品结构领先，三一重工有望率先受益..... | 4 |
| 1.1. 看好内需转好带来的工程机械盈利弹性..... | 4 |
| 1.2. 基建地产边际复苏有望带动中大挖销量回暖，利润弹性大..... | 6 |
| 1.3. 土方机械率先实现复苏，起重机&混凝土有望于 2025 年筑底回升 | 8 |
| 2. 盈利预测与投资建议 | 9 |
| 3. 风险提示 | 9 |

图表目录

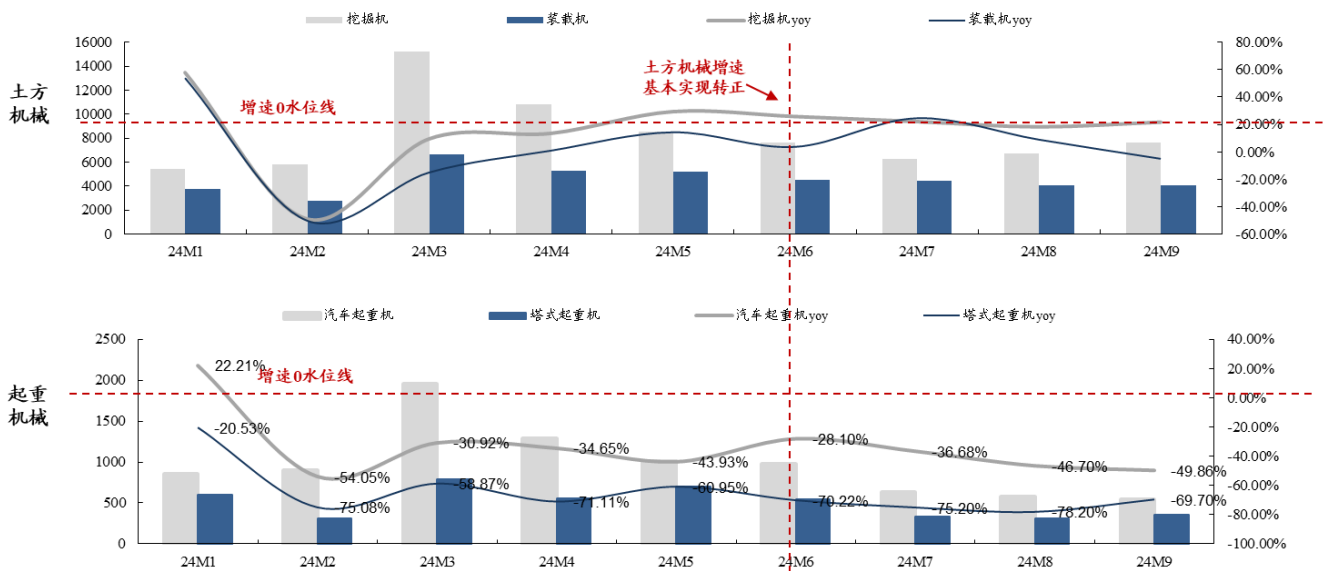
| | |
|---|---|
| 图 1: 国内各工程机械产品市场销量 (单位: 台) 与同比增速..... | 4 |
| 图 2: 2024 年国内小中大挖销量及增速..... | 5 |
| 图 3: 国内财政货币政策持续发力..... | 6 |
| 图 4: 24M8 小松中国区开机小时数为 93, 同比+3.3% | 6 |
| 图 5: 24M8 徐工挖机开工小时 89.9, 同比-2% | 6 |
| 图 6: 2023 年日韩品牌在华中大挖产品销量占比超 50% | 7 |
| 图 7: 2024 年内销主要由小挖拉动..... | 7 |
| 图 8: 2020-2023 年公司营收 CAGR 为 14%..... | 8 |
| 图 9: 三一重工在中大挖产品布局..... | 8 |
| 图 10: 2025 年化债背景下, 看好地产基建相关的起重机&混凝土板块弹性 | 8 |
| 图 11: 24H1 国内龙头主机厂分版块收入情况..... | 9 |
| | |
| 表 1: 2025 年中大挖收入提升带来的利润弹性测算..... | 7 |

1. 内需持续好转&产品结构领先，三一重工有望率先受益

1.1. 看好内需转好带来的工程机械盈利弹性

2024年土方机械率先实现复苏，起重机仍在探底阶段。①土方机械：挖掘机、装载机等产品在大型房建和基建项目中的入场顺序最早；除了房建基建以外，农村水利、矿山机械、隧道工程等场景也是非常大的下游，应用多样化使土方机械率先实现复苏；②起重机：下游应用与房地产、基建行业相关性较高，增速恢复受制于单一作业场景，2024M1-9仍在探底阶段。

图1：国内各工程机械产品市场销量（单位：台）与同比增速



数据来源：工程机械工业协会，东吴证券研究所

土方机械景气度逐渐由小挖向中大挖过渡。从2024M1-9挖掘机内销情况来看，挖机景气度主要呈现以下态势：①小挖起主要拉动作用：2023年底万亿国债带来的市政工程+农村水利需求（10-20吨级同比增长30%-40%），小挖机器替人属性凸显（微挖同比20%增长）；②9月中大挖全面转正：结构转好，中大挖对企业盈利具有积极影响；看好2025年地产基建边际复苏，对应中挖销量回暖，将对企业盈利产生积极影响。

图2：2024年国内小中大挖销量及增速

| | 销量（台） | | | | 占比 | | | | yoy | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-----|-----|-----|------|------------|------------|------------|------------|
| | 小 | 中 | 大 | 合计 | 小 | 中 | 大 | 合计 | 小 | 中 | 大 | 合计 |
| 202301 | 2340 | 629 | 468 | 3437 | 68% | 18% | 14% | 100% | -57% | -66% | -54% | -58% |
| 202302 | 7972 | 2177 | 1343 | 11492 | 69% | 19% | 12% | 100% | -31% | -45% | -12% | -31% |
| 202303 | 9494 | 2572 | 1833 | 13899 | 68% | 19% | 13% | 100% | -47% | -57% | -32% | -47% |
| 202304 | 6436 | 1705 | 1372 | 9513 | 68% | 18% | 14% | 100% | -40% | -51% | -24% | -40% |
| 202305 | 4424 | 1154 | 1014 | 6592 | 67% | 18% | 15% | 100% | -45% | -56% | -36% | -46% |
| 202306 | 3982 | 1111 | 1005 | 6098 | 65% | 18% | 16% | 100% | -42% | -56% | -41% | -44% |
| 202307 | 3333 | 1023 | 756 | 5112 | 65% | 20% | 15% | 100% | -44% | -50% | -39% | -44% |
| 202308 | 3724 | 1105 | 840 | 5669 | 66% | 19% | 15% | 100% | -37% | -42% | -36% | -38% |
| 202309 | 4413 | 1034 | 816 | 6263 | 70% | 17% | 13% | 100% | -36% | -52% | -43% | -40% |
| 202310 | 4952 | 996 | 848 | 6796 | 73% | 15% | 12% | 100% | -30% | -63% | -43% | -37% |
| 202311 | 5481 | 1129 | 874 | 7484 | 73% | 15% | 12% | 100% | -31% | -69% | -69% | -41% |
| 202312 | 5535 | 1133 | 957 | 7625 | 73% | 15% | 13% | 100% | 31% | -10% | 42% | 27% |
| 2023年合计 | 62086 | 15768 | 12126 | 89980 | 69% | 18% | 13% | 100% | -37% | -54% | -37% | -40% |
| 202401 | 4045 | 717 | 659 | 5421 | 75% | 13% | 12% | 100% | 73% | 14% | 41% | 61% |
| 202402 | 4379 | 856 | 602 | 5837 | 75% | 15% | 10% | 100% | -45% | -61% | -55% | -48% |
| 202403 | 11497 | 2169 | 1522 | 15188 | 76% | 14% | 10% | 100% | 21% | -16% | -17% | 12% |
| 202404 | 8229 | 1520 | 1033 | 10782 | 76% | 14% | 10% | 100% | 28% | -11% | -25% | 17% |
| 202405 | 6245 | 1387 | 886 | 8518 | 73% | 16% | 10% | 100% | 41% | 20% | -13% | 32% |
| 202406 | 5414 | 1272 | 975 | 7661 | 71% | 17% | 13% | 100% | 36% | 14% | -3% | 27% |
| 202407 | 4433 | 1003 | 794 | 6229 | 71% | 16% | 13% | 100% | 33% | -2% | 5% | 24% |
| 202408 | 4675 | 1036 | 983 | 6694 | 70% | 15% | 15% | 100% | 26% | -6% | 17% | 19% |
| 202409 | 5479 | 1142 | 989 | 7610 | 72% | 15% | 13% | 100% | 24% | 10% | 21% | 22% |
| 2024M1-M9 | 54396 | 11101 | 8443 | 73940 | 74% | 15% | 11% | 100% | 18% | -11% | -11% | 10% |

数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

财政货币政策保障基建和房地产逐渐修复，工程机械下游需求边际改善。国内偏向宽松的货币财政持续保障基建、房地产行业：①需求端：10月17日国新办发布会打出房地产组合拳，主要包括取消限购、降低住房公积金贷款利率和存量房贷利率、新增100万套城中村改造和危旧房改造，促进房地产市场止跌回稳；②供给端：11月8日增加地方政府债务限额6万亿元，叠加此前政策共直接增加地方化债资源10万亿元，大幅减轻地方政府财务压力，推动“土地财政”节奏放缓、助力建设工程开工和城市规划落地，供给端得到优化。展望未来，我们认为此类政策将持续推进，刺激基建和房地产景气度回升，工程机械行业有望率先受益。

图3: 国内财政货币政策持续发力

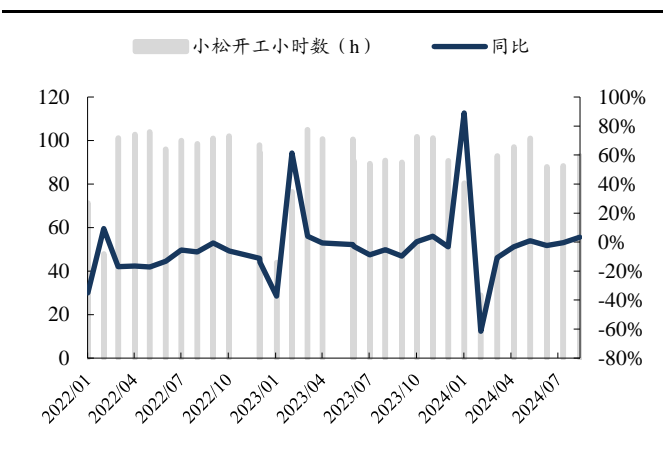
| 时间 | 主体 | 主要内容 |
|-------|----------|--|
| 9.27 | 中央政治局会议 | 下调金融机构存款准备金率 0.5pct, 公开市场 7 天期逆回购操作利率由此前 1.70% 调整为 1.50%; 加大财政货币政策逆周期调节力度, 保证必要的财政支出, 强调“发行超长期特别国债和地方政府专项债”; 首次提出“要促进房地产市场止跌回稳”。 |
| 10.12 | 财政部新闻发布会 | 提出将加力支持地方化解政府债务风险, 较大规模增加债务额度和叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具。 |
| 10.17 | 国新办 | 推出房地产“组合拳”推动房地产止跌回稳, 具体措施包括取消限购、降低住房公积金贷款利率和存量房贷利率、新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造、年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到超 4 万亿元等刺激政策。 |
| 11.08 | 全国人大常委会 | 审议通过近年来力度最大的化债举措, 主要为增加地方政府债务限额 6 万亿元, 用于置换存量隐性债务, 叠加 2024 年开始我国连续五年每年安排的 8000 亿元新增地方政府专项债券(专用于化债), 直接增加地方化债资源 10 万亿元。 |

数据来源: 央视新闻, 东吴证券研究所

1.2. 基建地产边际复苏有望带动中大挖销量回暖, 利润弹性大

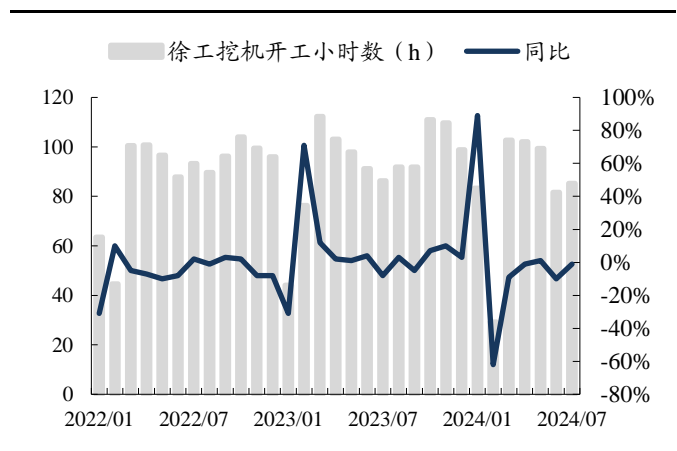
设备开工小时数反映下游开工情况与设备需求。2024 年以来小松设备开工小时数已实现同比转正, 徐工开工小时数同样边际向好; 国内销量来看, 2024H1 国内系哦啊挖、中挖、大挖销量分别于 3 月、5 月、7 月实现同比转正。上半年开工小时数增速不及销量增速, 主要系由于小挖占比高、离散需求多, 开工小时中枢下降。

图4: 24M8 小松中国区开机小时数为 93, 同比+3.3%



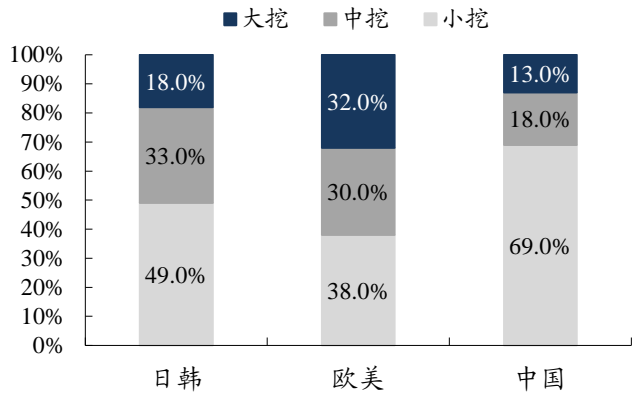
数据来源: 小松官网, 东吴证券研究所

图5: 24M8 徐工挖机开工小时 89.9, 同比-2%



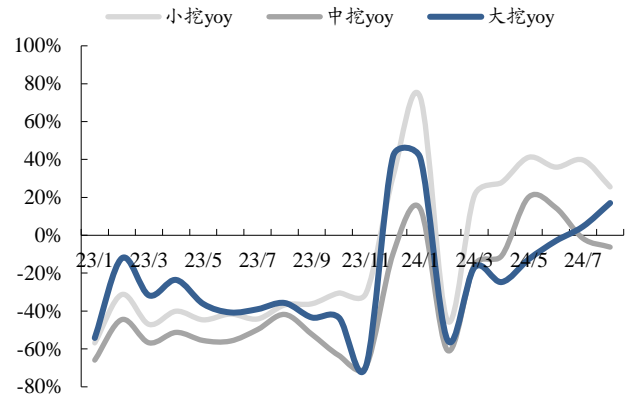
数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图6：2023年日韩品牌在华中大挖产品销量占比超50%



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

图7：2024年内销主要由小挖拉动



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

中大挖利润弹性显著大于收入弹性，基建地产边际复苏拉动利润释放。由于中大挖盈利能力显著优于小挖，中大挖复苏对工程机械板块整体盈利能力具有正向拉动作用。以三一重工和柳工为例，假设2025年三一重工/柳工的中大挖国内收入同比分别增长10%，则两个公司中大挖收入占比分别仅提升2PCT，但将分别带来6%/8%的毛利润提升。

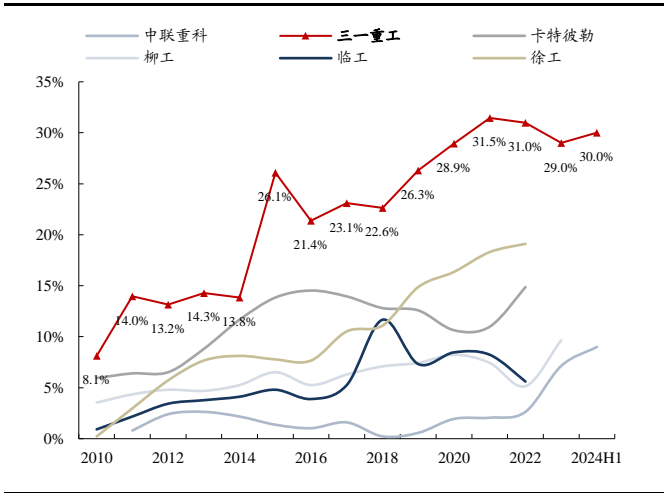
表1：2025年中大挖收入提升带来的利润弹性测算

| 国内情况 | 三一重工 | 柳工 |
|----------------------------|-------------|-------------|
| 2024年国内挖掘机收入预测(亿元) | 100 | 30 |
| 小挖毛利率 | 23% | 15% |
| 中大挖毛利率 | 30% | 20% |
| 小挖收入占比 | 45% | 30% |
| 中大挖收入占比 | 55% | 70% |
| 小挖收入(亿元) | 45 | 9 |
| 中大挖收入(亿元) | 55 | 21 |
| 小挖毛利润(亿元) | 10.4 | 1.4 |
| 中大挖毛利润(亿元) | 16.5 | 4.2 |
| 总毛利润(亿元) | 26.9 | 5.6 |
| 假设2025年中大挖收入同比增长10%，小挖收入不变 | | |
| 小挖收入占比 | 43% | 28% |
| 中大挖收入占比 | 57% | 72% |
| 中大挖收入占比提升幅度 | 2pct | 2pct |
| 小挖收入(亿元) | 45 | 9 |
| 中大挖收入(亿元) | 60.5 | 23.1 |
| 小挖毛利润(亿元) | 10.4 | 1.4 |
| 中大挖毛利润(亿元) | 18.2 | 4.6 |
| 总毛利润(亿元) | 28.5 | 6 |
| 毛利润提升幅度 | 6% | 8% |

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

三一重工：国内挖机龙头，中大挖品类布局深入。从产品分布来看，三一目前挖掘机吨位已覆盖 1.9~260 吨，尤其在中大挖产品品相布局丰富度远超同行业水平。中大挖盈利性较好，公司在中大挖的深入布局将在本轮上行周期带来较大利润释放空间。

图8：2020-2023 年公司营收 CAGR 为 14%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：三一重工在中大挖产品布局

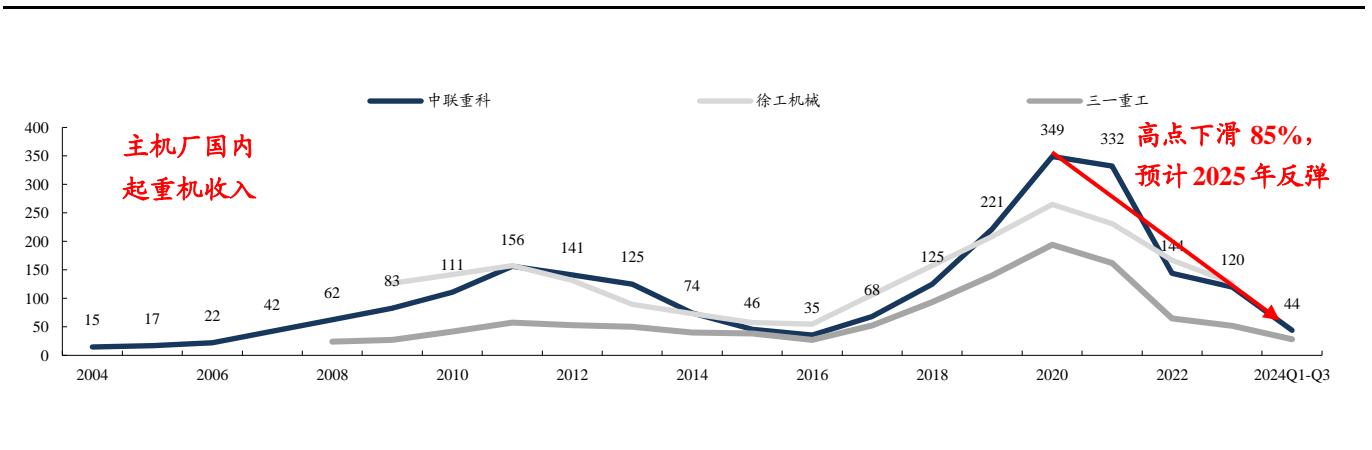
| | 小挖 | 中挖 | 大挖 | 大挖产品列举 |
|------|----|----|----|--|
| 三一重工 | 9 | 10 | 21 | SY2600E SY1650E SY1350H SY1250H SY980H SY980H-S SY900H SY900H-S |
| 徐工机械 | 8 | 14 | | 8 |
| 中联重科 | 3 | 6 | | 10 |

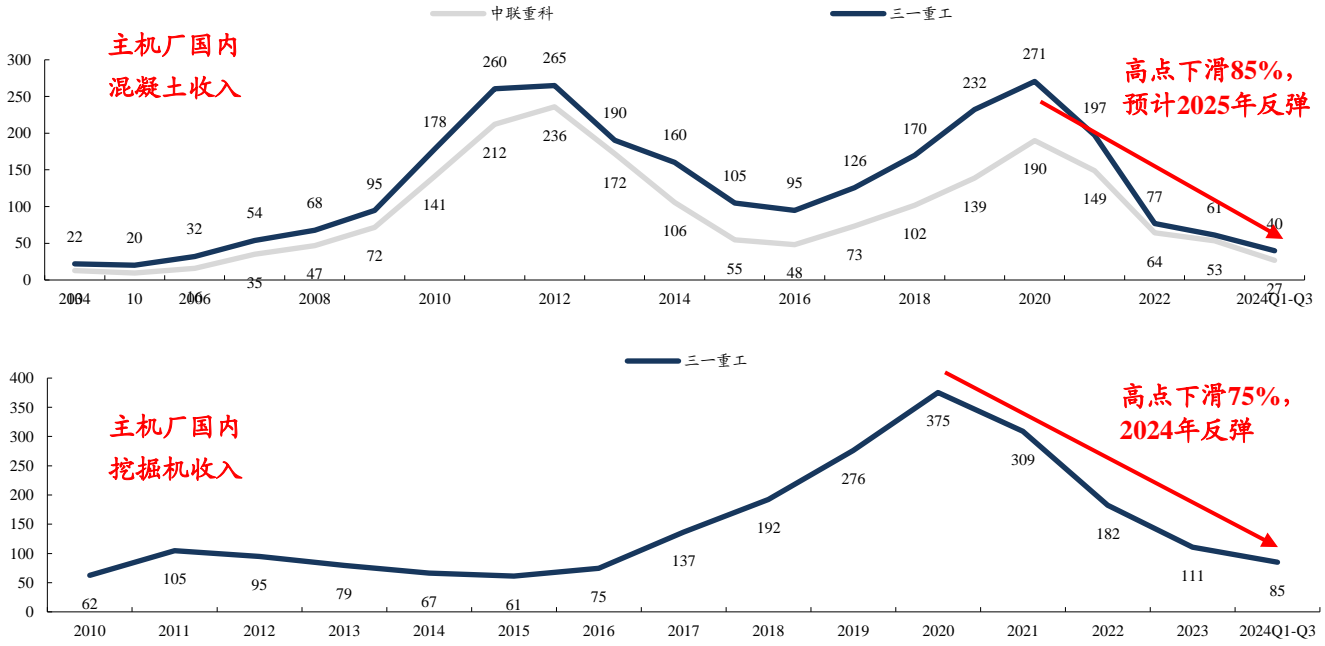
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 土方机械率先实现复苏，起重机&混凝土有望于 2025 年筑底回升

2025 年化债背景下，看好地产基建相关的起重机&混凝土板块弹性。国内龙头主机厂在起重机、混凝土、挖掘机板块收入分别较上一轮高点下滑 85%、85%、75%，已处于历史低位。目前挖掘机已在 2024 年实现筑底回升，从产品相关性来看，我们预计 2025 年起重机与混凝土板块将迎来筑底回升。

图10：2025 年化债背景下，看好地产基建相关的起重机&混凝土板块弹性

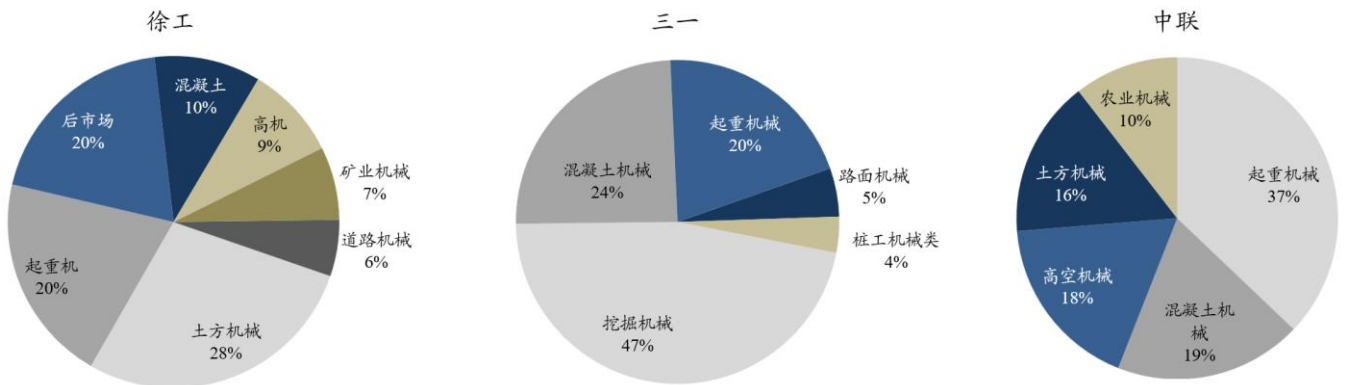




数据来源：Wind，中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

混凝土起重机板块复苏利好三一利润释放。2024H1 三一重工混凝土起重机合计占收入比重达 44%，混凝土起重机板块复苏将释放较大利润弹性，充分受益本轮上行周期。

图 11: 24H1 国内龙头主机厂分版块收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 盈利预测与投资建议

国内财政货币政策发力，内需有望持续好转，坚定看好工程机械龙头在本轮上行周期内的利润提升空间。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测值为 62.84/84.94/113.21 亿元，对应当前市值 PE 分别为 23/17/13x，维持“买入”评级。

3. 风险提示

政策力度不及预期，国内行业回暖不及预期，出海不及预期。

三一重工三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 97,633 | 96,545 | 106,441 | 126,905 | 营业总收入 | 74,019 | 78,963 | 89,601 | 102,693 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 28,921 | 39,118 | 30,438 | 61,936 | 营业成本(含金融类) | 53,326 | 56,717 | 63,277 | 71,670 |
| 经营性应收款项 | 25,588 | 20,470 | 28,235 | 22,086 | 税金及附加 | 424 | 382 | 457 | 533 |
| 存货 | 19,768 | 15,271 | 23,820 | 20,456 | 销售费用 | 6,218 | 6,475 | 7,168 | 7,702 |
| 合同资产 | 67 | 63 | 71 | 82 | 管理费用 | 2,651 | 2,527 | 2,688 | 3,081 |
| 其他流动资产 | 23,289 | 21,623 | 23,876 | 22,345 | 研发费用 | 5,865 | 5,527 | 6,093 | 6,675 |
| 非流动资产 | 53,569 | 54,026 | 55,066 | 55,721 | 财务费用 | (463) | 315 | 358 | 411 |
| 长期股权投资 | 2,401 | 2,401 | 2,401 | 2,401 | 加:其他收益 | 765 | 884 | 1,017 | 1,210 |
| 固定资产及使用权资产 | 24,233 | 24,948 | 25,446 | 25,681 | 投资净收益 | (177) | 395 | 448 | 513 |
| 在建工程 | 1,367 | 683 | 842 | 921 | 公允价值变动 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 4,832 | 5,257 | 5,641 | 5,982 | 减值损失 | (1,258) | (985) | (1,103) | (1,045) |
| 商誉 | 50 | 50 | 50 | 50 | 资产处置收益 | (6) | 9 | 3 | 2 |
| 长期待摊费用 | 184 | 184 | 184 | 184 | 营业利润 | 5,343 | 7,322 | 9,925 | 13,301 |
| 其他非流动资产 | 20,502 | 20,502 | 20,502 | 20,502 | 营业外净收支 | (26) | 31 | 24 | 21 |
| 资产总计 | 151,202 | 150,570 | 161,506 | 182,626 | 利润总额 | 5,317 | 7,353 | 9,950 | 13,322 |
| 流动负债 | 54,415 | 57,993 | 60,185 | 69,654 | 减:所得税 | 710 | 886 | 1,205 | 1,672 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 5,937 | 5,987 | 6,037 | 6,087 | 净利润 | 4,606 | 6,467 | 8,744 | 11,650 |
| 经营性应付款项 | 22,693 | 28,209 | 28,580 | 35,741 | 减:少数股东损益 | 79 | 183 | 250 | 329 |
| 合同负债 | 2,178 | 1,792 | 1,999 | 2,264 | 归属母公司净利润 | 4,527 | 6,284 | 8,494 | 11,321 |
| 其他流动负债 | 23,608 | 22,006 | 23,569 | 25,561 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.53 | 0.74 | 1.00 | 1.34 |
| 非流动负债 | 27,614 | 27,624 | 27,624 | 27,624 | EBIT | 5,046 | 9,204 | 12,039 | 15,288 |
| 长期借款 | 23,556 | 23,566 | 23,566 | 23,566 | EBITDA | 8,196 | 11,906 | 14,927 | 18,351 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 27.71 | 28.17 | 29.38 | 30.21 |
| 租赁负债 | 551 | 551 | 551 | 551 | 归母净利率(%) | 6.18 | 7.96 | 9.48 | 11.02 |
| 其他非流动负债 | 3,508 | 3,508 | 3,508 | 3,508 | 收入增长率(%) | (8.44) | 6.68 | 13.47 | 14.61 |
| 负债合计 | 82,029 | 85,617 | 87,809 | 97,278 | 归母净利润增长率(%) | 5.53 | 38.79 | 35.17 | 33.28 |
| 归属母公司股东权益 | 68,040 | 63,637 | 72,131 | 83,451 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1,133 | 1,316 | 1,566 | 1,896 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 69,173 | 64,953 | 73,697 | 85,347 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 151,202 | 150,570 | 161,506 | 182,626 | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|------------|---------|---------|----------|---------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 5,708 | 24,851 | (3,975) | 35,936 | 每股净资产(元) | 8.02 | 7.51 | 8.51 | 9.85 |
| 投资活动现金流 | (2,694) | (2,725) | (3,452) | (3,183) | 最新发行在外股份(百万股) | 8,475 | 8,475 | 8,475 | 8,475 |
| 筹资活动现金流 | (7,530) | (1,999) | (1,254) | (1,256) | ROIC(%) | 4.51 | 8.33 | 10.64 | 12.19 |
| 现金净增加额 | (4,554) | 20,128 | (8,680) | 31,498 | ROE-摊薄(%) | 6.65 | 9.87 | 11.78 | 13.57 |
| 折旧和摊销 | 3,150 | 2,702 | 2,888 | 3,064 | 资产负债率(%) | 54.25 | 56.86 | 54.37 | 53.27 |
| 资本开支 | (4,128) | (3,119) | (3,900) | (3,696) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 32.35 | 23.31 | 17.24 | 12.94 |
| 营运资本变动 | (3,050) | 13,829 | (17,538) | 19,407 | P/B(现价) | 2.16 | 2.30 | 2.03 | 1.75 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>