

2024年12月06日

同力股份(834599.BJ)

投资评级：增持（首次）

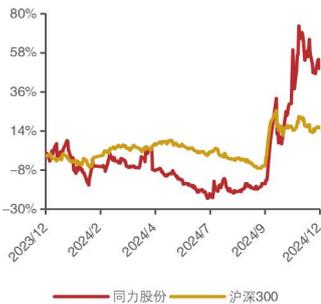
——非公路宽体自卸车稀缺龙头，绿色化+智能化引领行业发展

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
万泉
SAC: S1350524100001
wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2024年12月05日

收盘价(元)	14.64
一年内最高/最低(元)	17.58/7.23
总市值(百万元)	6,698.17
流通市值(百万元)	4,986.09
总股本(百万股)	457.53
资产负债率(%)	61.08
每股净资产(元/股)	6.00

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **首批非公路宽体自卸车企业，内销同时开拓海外。**同力股份成立于2005年，首创非公路宽体自卸车设计规范及标准，现已形成非公路宽体自卸车、矿用自卸车、井巷运输设备及非公路特种运输设备等四大业务板块，并形成燃油驱动、燃气驱动、纯电驱动、无人驾驶等产品系列，已应用于露天煤矿、铁矿、有色金属矿、水泥建材等矿山及水利水电等各类大型工程工地。2024Q1-Q3公司实现营收43.81亿元(yoy+0.4%)，归母净利润达45988万元(yoy+5%)。
- **下游领域多呈弱周期性，市场空间如何解构？**2023年中国宽体自卸车市场规模124亿元，“一带一路”国际影响力提升为中国宽体矿车参与跨国基建提供良好发展机遇。露天煤矿开采具有地势平坦、运输距离短等特点，宽体自卸车能充分发挥高效、快速的运输优势。从购置成本和运营维护成本看，非公路宽体自卸车购置经济性同样明显。此外，相较于公路自卸车和非公路矿用自卸车，非公路宽体自卸车更换周期更快，每年有望保持稳定持续更换需求。
- **市场竞争对手众多，如何看待细分行业竞争力？**同力股份由于业务具有独一性，故和可比公司相比规模较小，但成长性出众。成长能力突出的原因，在于公司属于非公路宽体自卸车领域专业化制造企业，业务方向具有针对性和专注性，依赖作为龙头品牌的多年经验积累，公司在产品可靠性、高效性、服务便捷性等方面表现优异。
- **哪些新品有望转化为企业价值提升新动能？新能源车型：**公司已有TLE纯电动系列产品 and TLH混合动力系列产品，分别搭载双动力电机驱动系统和甲醇发动机增程器。**刚性矿卡：**已推出TLD125车型和TLDH135车型。**无人驾驶车型：**正与易控智驾就非公路宽体自卸车底盘线控技术、混合动力非公路宽体自卸车技术、矿区无人运输技术等方向领域展开合作，加速无人驾驶非公路宽体自卸车项目落地。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2024-2026年归母净利润为6.22、6.65和7.79亿元，对应PE为10.8、10.1、8.6倍。同行业可比公司包含三一重工、徐工机械、柳工等，可比公司2024PE均值为17.7X。公司坚持“大型化、智能化、新能源”设计理念，新品推陈出新是规模增长的内生动力。随着我国对工程机械的环保排放要求进一步提高、大型化政策逐步推出、智能矿山对无人驾驶车辆需求提升，将促进已有工程机械产品的更新换代，为非公路矿用自卸车市场持续释放替换需求空间，公司有望紧抓发展机遇实现业绩增长。首次覆盖，给予“增持”评级。

➤ **风险提示：工程机械行业波动风险、无实际控制人风险、应收账款余额较大风险。**

盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,202	5,860	5,877	6,194	6,946
同比增长率(%)	27.04%	12.67%	0.28%	5.39%	12.15%
归母净利润(百万元)	466	615	622	665	779
同比增长率(%)	26.12%	31.82%	1.15%	6.96%	17.15%
每股收益(元/股)	1.02	1.34	1.36	1.45	1.70
ROE(%)	23.03%	24.93%	21.75%	20.27%	20.64%
市盈率(P/E)	14.36	10.90	10.77	10.07	8.60

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润为 6.22、6.65 和 7.79 亿元，对应 PE 为 10.8、10.1、8.6 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合公司 2024 年前三季度财报以及对于未来非公路宽体自卸车市场的国内进口替代空间、海外出口增长潜力，我们假设公司 2024–2026 年整体营收同比增长率分别为 0.3%、5%、12%，综合毛利率基本维持稳定。

投资逻辑要点

短期来看：2024Q1–Q3 公司营收同比+0.38%、归母净利润同比+4.92%。2024 年市场需求整体较 2023 年相比较为稳定，随着公司新生产基地建成投产解决了产能不足的问题，公司基本盘业务有望保持稳定增长。

中期来看：公司坚持“大型化、智能化、新能源”设计理念，在非公路矿用自卸车、新能源自卸车、无人驾驶自卸车逐步投入研发并相继量产完成订单交付，新品推陈出新是规模增长的内生动力。此外，公司在海外的市场份额仍小，随着公司继续加大海外市场开发力度，有望使海外市场销售实现快速增长。

长期来看：（1）作为非公路宽体自卸车的主要应用领域，未来我国露天煤矿占比有望继续提升；（2）随着我国对工程机械的环保排放要求进一步提高、大型化政策逐步推出、智能矿山对无人驾驶车辆需求提升，预计将促进已有工程机械产品的更新换代，为非公路矿用自卸车市场持续释放替换需求空间。（3）公司属于非公路宽体自卸车的专业性厂商，在国内存量替代以及海外市场开拓方面均具备较强竞争力。

核心风险提示

工程机械行业波动风险、无实际控制人风险、应收账款余额较大风险。

内容目录

1. 首批非公路宽体自卸车企业，内销同时开拓海外	6
2. 下游领域多呈弱周期性，市场空间如何解构？	10
3. 市场竞争对手众多，如何看待细分行业竞争力？	14
4. 哪些新品有望转化为企业价值提升新动能？	16
5. 盈利预测与评级	18
6. 风险提示	19

图表目录

图表 1: 公司成立于 2005 年, 首创非公路宽体自卸车设计规范及标准	6
图表 2: 公司覆盖非公路宽体自卸车、矿用自卸车等共四大业务板块	6
图表 3: 公司 TL89 系列承载量大、效率高	7
图表 4: TLDH150 双驱动电机驱动, 车辆爬坡能力强	7
图表 5: 2023 年公司采用外协、外购的方式生产或取得驾驶室、发动机、变速器等部件	7
图表 6: 公司自卸车业务贡献 90% 以上收入来源 (万元)	8
图表 7: 2022 年以来公司自卸车业务毛利率呈上升趋势	8
图表 8: 2021-2023 年公司前五大客户合计销售收入占比 50% 以下	8
图表 9: 2023 年公司实现营收 58.60 亿元 (yoy+12.67%)	9
图表 10: 2023 年公司内销收入占比 83.26%	9
图表 11: 2024 前三季度公司毛利率为 22.92%	9
图表 12: 2024Q1-Q3 期间费用率为 10.56%	9
图表 13: 2023 年净利率为 10.59% (yoy+1.58pcts)	9
图表 14: 2023 年公司归母净利润同比增长 31.82%	9
图表 15: 非公路宽体自卸车与非公路矿用自卸车均应用于露天矿山物料运输	10
图表 16: 2022 年宽体自卸车下游中矿山开采领域占比高达 78.78%	10
图表 17: 2023 年中国宽体自卸车市场规模为 124 亿元	11
图表 18: 预计 2024 年中国宽体自卸车销量 yoy+2.5%	11
图表 19: 2023 年中国新能源宽体自卸车渗透率约 6.6%	11
图表 20: 2023 年中国新能源宽体自卸车规模约 17 亿元	11
图表 21: 2022 年我国露天煤矿产量以占比约 8% 煤矿数量贡献了全国 23% 煤炭产量	12
图表 22: 2023 年我国原煤产量达 39.44 亿吨 (yoy+3.80%)	12
图表 23: 2001-2023 年我国十种有色金属产量保持增长	12
图表 24: 2022-2023 年我国水泥产量有所下降	13
图表 25: 非公路宽体自卸车的每吨载重量价格较低、运营效率较高	13
图表 26: 同力股份在非公路自卸车行业竞争对手情况	14
图表 27: 同力股份、临工重机、徐工集团的 90t 燃油宽体自卸车参数对比情况	14
图表 28: 2020-2023 年同力股份 3 年营收复合增速高于可比公司	15
图表 29: 同力股份毛利率在 2019-2023 年期间位于可比公司中等水平	15

图表 30: 公司已有 TLE 纯电动系列产品和 TLH 混合动力系列产品	16
图表 31: 同力 TLD125 系列矿用自卸车图例	16
图表 32: 同力 TLDH135 系列矿用自卸车图例	16
图表 33: 公司在大型化、新能源、智能化方面的相关公告	17
图表 34: 公司主要合作单位及项目内容	17
图表 35: 同力股份营业收入预测关键假设 (单位: 万元)	18
图表 36: 同力股份毛利率预测关键假设	18
图表 37: 同力股份可比公司估值表 (截至 20241205)	18

1. 首批非公路宽体自卸车企业，内销同时开拓海外

同力股份成立于2005年，首创非公路宽体自卸车设计规范及标准，是国内第一批研发、生产非公路宽体自卸车的专业化企业，现已形成**非公路宽体自卸车、矿用自卸车、井巷运输设备及非公路特种运输设备**等四大业务板块，并形成**燃油驱动、燃气驱动、纯电驱动、无人驾驶**等产品系列。产品在智能化、信息化前沿技术的开发和应用方面处于行业领先地位，广泛应用于国内外各类矿山、水电工地、大型工程等领域。2024年4月，同力重工TLDH135燃油混动非公路宽体自卸车获2024中国工程机械年度产品TOP50“**新能源产品创新金奖**”产品称号。

图表1：公司成立于2005年，首创非公路宽体自卸车设计规范及标准

初创期

- 2005, 陕西同力重工有限公司成立，成为国内首家非公路宽体自卸车制造企业
- 2008, 产品全面升级至第二代，形成多系列车型以满足更多矿山应用，对露天矿山运输工艺和效益带来革命性变化
- 2009, 同力重工咸阳产业园建成投产，形成年产6000台能力
- 2011, 同力重工第5000台产品下线，公司跻身中国工程机械制造商50强第19位
- 2012, 成立行业首家工程运输机械技术中心，标志着同力重工技术研发实力跨越新的高度

建设期

- 2013, 首家推出行业第三代非公路自卸车产品，再次引领行业技术进步
- 2014, 天津产业园建成投产，企业总生产能力超越万台，成为行业最大的专业制造企业
- 2015, 于12月14日在新三板正式挂牌交易
- 2018, 主函数智能科技有限公司成立，同力重工步入智能化专业研发、制造高科技领域
- 2019, 被评为“新中国成立70周年工程机械行业影响力企业”

发展期

- 2020, 同力重工非公路宽体自卸车被工信部与企业家联合会评定为单项冠军产品；在精选层挂牌
- 2021, 同力股份（股票代码：834599）于2021年北交所上市
- 2022, 同力重工全资子公司陕西同力重工新能源智能科技有限公司成立；中国上市公司价值评选中荣获“北交所上市公司价值10强”奖项
- 2023, 同力重工（新加坡）有限责任公司、西安同力云数字技术有限公司相继成立

资料来源：公司官网、华源证券研究所

公司主要产品为各类矿山开采及大型工程物料运输所需的**非公路宽体自卸车、洒水车**等。公司主要产品为TL89、TL88、TL87、新能源等系列非公路宽体自卸车，同时还生产TLD系列非公路矿用自卸车、坑道车、工程洒水车、桥梁运输车、运煤车等工程机械产品。

图表2：公司覆盖非公路宽体自卸车、矿用自卸车等共四大业务板块



资料来源：公司官网、华源证券研究所 注：图中仅为公司部分产品展示

非公路宽体自卸车是一种结合了公路重卡和工程机械技术进行设计制造的自卸车，一般采用栓接式车架。其优点是购置和运营成本低，安全性、可靠性高。**非公路矿用自卸车**一般采用刚性车架。其优点是采用刚性车架、车辆道路通过性能好、载重能力强、使用寿命长、安全性能高。同时购置、运行及维护成本也相对较高。

图表 3：公司 TL89 系列承载量大、效率高

型号	TL891A	TL891B	TL891C	TL891M
整备质量 (t)	45	45	45	45
额定载质量 (t)	90	90	90	90
发动机	康明斯QSM15-77C	锡柴CA6DX16	潍柴WP15H	康明斯QSM15-77C
变速箱	8档机械式变速箱	8档机械式变速箱	8档机械式变速箱	8档机械式变速箱
车桥载荷 (t)	30+55+55	30+50+50	30+50+50	30+55+55
举升系统	海沃超级油缸	海沃超级油缸	海沃超级油缸	海沃超级油缸
轮胎规格	480/95R29	480/95R29	480/95R29	480/95R29
标准斗容 (m³)	52	50	50	85
外廓尺寸 (mm)	10180×4050×4420	10250×3950×4400	10250×3950×4400	11730×4050×5070
最高车速 (km/h)	40	40	40	40

资料来源：公司官网、华源证券研究所

图表 4：TLDH150 双驱电机驱动，车辆爬坡能力强

型号	TLDH150
整备质量 (t)	64
额定载质量 (t)	100
增程系统	775 马力发动机+400kW发电机
动力电池	176. kW·h
电驱总成	双电机+自动变速箱
车桥载荷 (t)	40+60+60
举升系统	海沃矿用系列双作用油缸
轮胎规格	21.00R35
标准斗容 (m³)	平装 55m³ / 堆装 67m³
外廓尺寸 (mm)	11710×6075×4790
最高车速 (km/h)	46

资料来源：公司官网、华源证券研究所

自行生产车架及部分货箱，发动机、变速器等采用外协、外购。作为非公路宽体自卸车的专业生产厂家，公司主要进行整机装配、关键零部件的制造和系统的集成开发，自行生产的零部件主要包括车架和部分货箱。对于驾驶室、发动机、变速器、车桥和举升系统、部分货箱等则采用外协、外购的方式生产或取得。

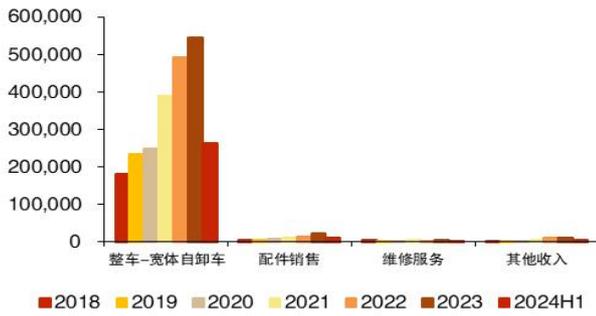
图表 5：2023 年公司采用外协、外购的方式生产或取得驾驶室、发动机、变速器等部件

序号	供应商	采购金额/万元	年度采购占比	是否存在关联关系
1	潍柴（山东）动力总成有限公司	58,825.38	13.76%	否
	潍柴动力股份有限公司	38,670.99	9.04%	否
	陕西汉德车桥有限公司	39,991.55	9.35%	否
2	陕西法士特齿轮有限责任公司	16,045.08	3.75%	否
	贵州轮胎股份有限公司	16,407.34	3.84%	否
3	世超新材料科技(重庆)有限公司	12,780.99	2.99%	否
4	海沃机械(中国)有限公司	11,645.85	2.72%	否
5	陕西重曼卡专用汽车有限公司	10,946.76	2.56%	否
合计	合计	205,313.95	48.01%	

资料来源：Wind、华源证券研究所

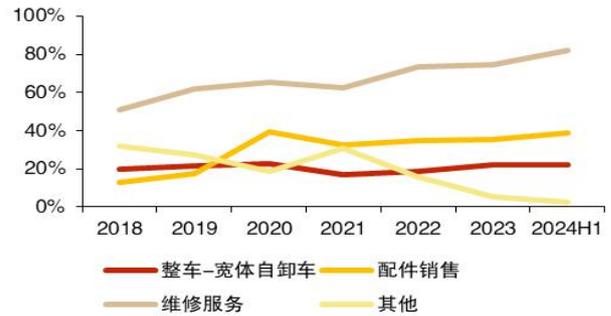
国内露天煤矿持续扩产、海外市场销售增长，共同促成自卸车业务持续放量。2018–2024H1 期间，公司整车–宽体自卸车一直是主要的收入来源，占比超过 90%。2023 年，公司整车–宽体自卸车业务创收 544,717.22 万元（yoy+10.91%），受益于 2023 年 10 月中国煤炭工业协会印发《露天煤矿高质量发展指导意见》，露天煤矿持续扩产，同时海外市场销售也大幅增长。自 2022 年以来，公司自卸车业务毛利率呈上升趋势。

图表 6：公司自卸车业务贡献 90%以上收入来源（万元）



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 7：2022 年以来公司自卸车业务毛利率呈上升趋势



资料来源：Wind、华源证券研究所

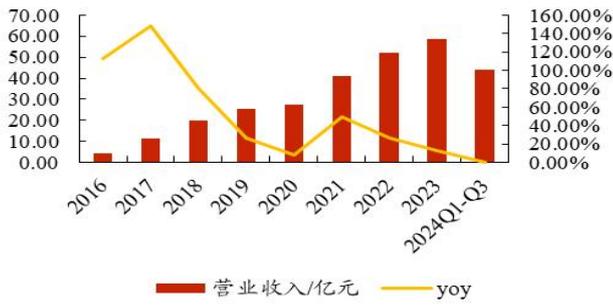
2021–2023 年公司前五大客户合计销售收入占比 50%以下，集中度适中。公司销售模式包括经销模式和直销模式，在用户采购之前均对用户进行车辆使用的环境信息、工程工况描述、装载物等相关工况信息调查再进行推荐、定制。经过十多年的发展，公司产品的适应性和性价比获得用户的普遍认同，已应用于露天煤矿、铁矿、有色金属矿、水泥建材等矿山及水利水电等各类大型工程工地，覆盖了我国多个省份，并已拓展出口至巴基斯坦、印度尼西亚、马来西亚、蒙古、俄罗斯、塔吉克斯坦、印度、刚果（金）等多个国家和地区。2023 年，公司前五名客户合计收入占比 37.79%，集中度适中，前两名客户为内蒙古同励泓泰工程机械有限公司、黑龙江省龙源升汽车商贸有限公司。

图表 8：2021–2023 年公司前五大客户合计销售收入占比 50%以下

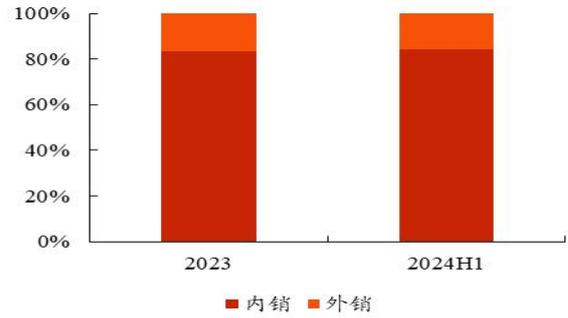
报告期	单位名称(客户)	销售金额/万元	占营业收入比
2023 年报	内蒙古同励泓泰工程机械有限公司	86717	14.80%
	黑龙江省龙源升汽车商贸有限公司	50814	8.67%
	新疆世创伟业汽车销售服务有限公司	44684	7.62%
	宁夏凯巨机械有限公司	22949	3.92%
	MANIGNOMAUTOGROUPCO.,LTD	16283	2.78%
	合计	221446	37.79%
2022 年报	内蒙古同励泓泰工程机械有限公司	83591	16.07%
	新疆世创伟业汽车销售服务有限公司	61413	11.81%
	宁夏凯巨机械有限公司	34986	6.73%
	内蒙古赢信土石方工程有限责任公司	24726	4.75%
	内蒙古源丰成机械设备销售有限公司	20050	3.85%
	合计	224766	43.21%
2021 年报	内蒙古同励泓泰工程机械有限公司	68874	16.82%
	新疆世创伟业汽车销售服务有限公司	42006	10.26%
	内蒙古赢信土石方工程有限责任公司	22300	5.45%
	陕西同源惠丰工程机械有限公司	16077	3.93%
	齐齐哈尔龙源升汽车销售有限公司	11969	2.92%
	合计	161227	39.38%

资料来源：Wind、华源证券研究所

内销为主，2023 年营收同比增长 12.67%。2018–2023 年营收规模逐年增长，2021 年同比增幅到达高点+49.57%。2023 年实现营收 58.60 亿元 (yoy+12.67%)，2018–2023 年公司营收 CAGR 为 23.94%。从境内外收入结构来看，2023 年海外市场实现营收 9.81 亿元 (yoy+68.52%)，内销收入业务占比下降至 83.26%。2024Q1–Q3 公司实现营收 43.81 亿元 (yoy+0.38%)，同比增速较 2023 年下滑，主要由于公司巴基斯坦总包业务结束后维修服务营收下降。

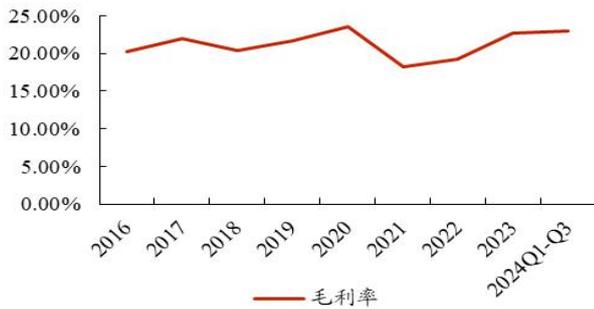
图表 9：2023 年公司实现营收 58.60 亿元 (yoy+12.67%)


资料来源：Wind、华源证券研究所

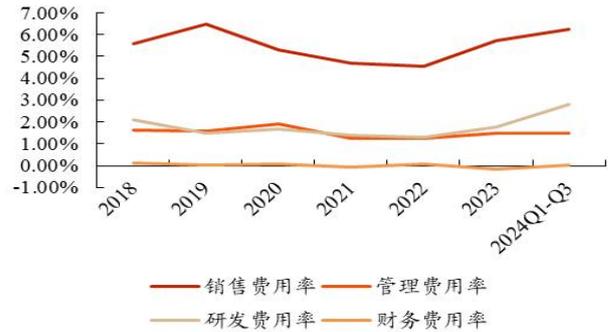
图表 10：2023 年公司内销收入占比 83.26%


资料来源：Wind、华源证券研究所

2023 年、2024 前三季度公司毛利率分别为 22.74%、22.92%，较 2021 年、2020 年水平略有上升。2024Q1-Q3 期间费用率为 10.56%，相较过去 5 年有所提升，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 6.25%、1.50%、2.78%、0.03%。2024 年公司积极开发海外市场并研发新品，导致销售费用率、研发费用率增加。

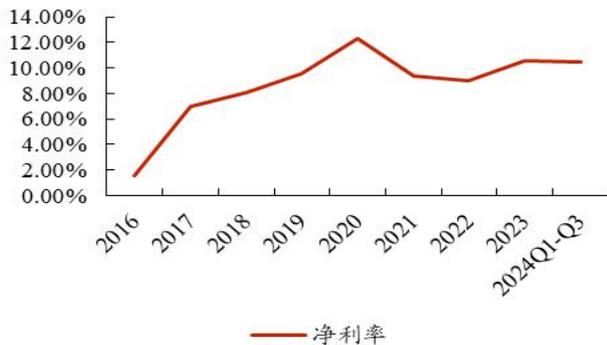
图表 11：2024 前三季度公司毛利率为 22.92%


资料来源：Wind、华源证券研究所

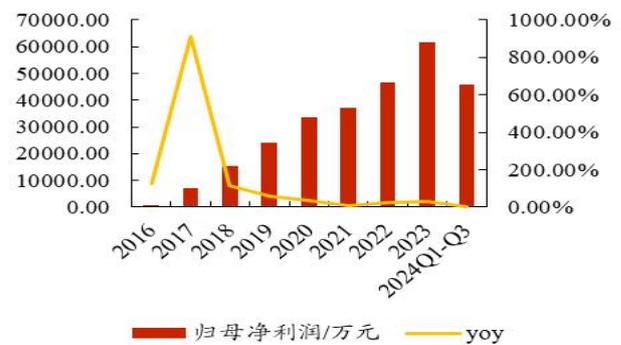
图表 12：2024Q1-Q3 期间费用率为 10.56%


资料来源：Wind、华源证券研究所

2016-2023 年归母净利润逐年增长。2023 年公司归母净利润达 61466.86 万元，同比增速为 31.82%。2024Q1-Q3 公司归母净利润达 45987.97 万元 (yoy+4.92%)。2018-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 32%。2023 年净利率为 10.59%，同比增加 1.58pcts；2024Q1-Q3 净利率为 10.50%，仍维持在较高水平。

图表 13：2023 年净利率为 10.59% (yoy+1.58pcts)


资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 14：2023 年公司归母净利润同比增长 31.82%


资料来源：Wind、华源证券研究所

2. 下游领域多呈弱周期性，市场空间如何解构？

宽体自卸车是我国首创，在露天煤矿、金属矿、建材矿以及大型水电工程应用较多。非公路宽体自卸车，简称宽体自卸车，是一种结合了公路重卡和工程机械技术基础进行系统设计制造的自卸车，一般采用栓接式车架，有效载荷为 20t-80t 之间，属于我国工程机械行业的新兴产品。非公路宽体自卸车定位于露天场地物料转运行业，主要应用在露天煤矿、金属矿、建材矿以及大型水电工程，在特有复杂工况情况下重量大，效率高。由于非公路宽体自卸车为中国市场首创，国际市场仍处于产品推广的初期阶段，以中国周边及公路重卡出口的主要国家和地区为目标市场，包括东南亚、非洲、中亚、蒙古、俄罗斯等发展中国家和新兴经济体，相较于传统工程机械产品尚未形成规模化市场。

图表 15：非公路宽体自卸车与非公路矿用自卸车均应用于露天矿山物料运输

类别	公路自卸车	非公路矿用自卸车	非公路宽体自卸车
车架结构	栓接式车架	刚性焊接车架	栓接式车架
行驶道路	公路/非公路	非公路	非公路
路面适应性	低	高	中
载重量	10t-20t	70t 以上	20t-80t
使用寿命	公路工况：10 年以上；非公路工况：5 年以下	10 年以上	5-10 年
安全性	低	高	高
单价	10 万-20 万	100 万-3000 万	50 万-100 万
运营维护成本	中	高	低
售后服务便捷性	高	低	高
应用场景	公路运输/矿区运输	矿区运输	矿区运输

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

宽体矿车下游主要应用于矿山开采、大型基础设施建设、港口码头运输等领域。根据华经产业研究院数据，2022 年矿山开采领域占比最大，高达 78.78%，大型基建领域约占 14.14%，港口码头运输领域约占 7.08%。

图表 16：2022 年宽体自卸车下游中矿山开采领域占比高达 78.78%



资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

中国固定资产投资的持续增长促进了采矿业、基建等行业的发展，并间接带动了工程机械行业的升级转型和矿车机械市场需求的增长，为我国宽体自卸车市场带来广阔的增量空间。根据华经产业研究院数据，2023 年中国宽体自卸车市场规模为 124 亿元，尽管整体市场受国际公共卫生安全事件影响而尚处低迷期，但随着“一带一路”国际影响力的提升，相关国家在基础设施互联互通领域合作日渐紧密，沿线国家基础设施建设整体向好，为中国宽体矿车

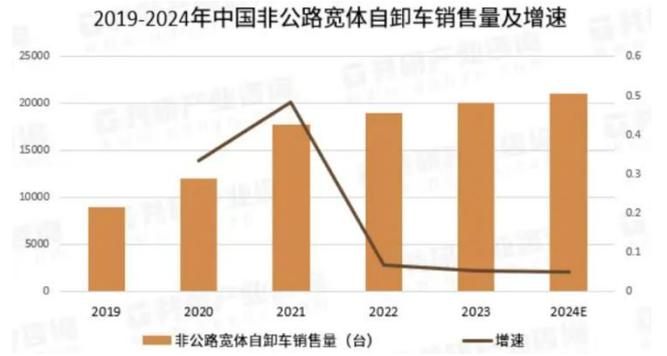
行业参与跨国基建提供了良好的发展机遇，共研网预计 2024 年中国非公路宽体自卸车销售量同比增长 2.5%。

图表 17：2023 年中国宽体自卸车市场规模为 124 亿元



资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

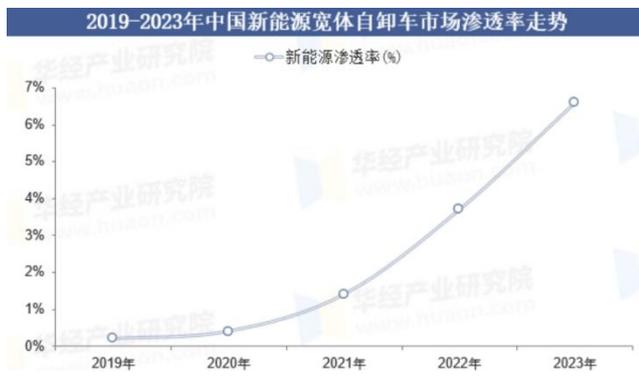
图表 18：预计 2024 年中国宽体自卸车销量 yoy+2.5%



资料来源：共研网、华源证券研究所

因为采矿作业条件复杂，导致传统宽体自卸车的燃料消耗和维护成本居高不下，而新能源宽体自卸车以电力为动力，降低了运营和维护成本，因此越来越多的矿业公司选择使用新能源宽体自卸车。伴随着采矿业客户的接受程度日益提高，2023 年中国新能源宽体自卸车行业市场渗透率大约增至 6.6%。因受国家对环保和可持续发展的重视、能源结构的优化等因素的影响，新能源宽体自卸车的市场需求不断增加。2023 年中国新能源宽体自卸车市场规模约为 17 亿元，2019-2023 年 CAGR 达 151.8%。

图表 19：2023 年中国新能源宽体自卸车渗透率约 6.6%



资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

图表 20：2023 年中国新能源宽体自卸车规模约 17 亿元



资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

➤ 下游情况

露天煤矿的开采需要大量的运输设备来运输煤炭和其他物料，通常具有地势平坦、运输距离短、运输量大等特点，宽体自卸车能够充分发挥其高效、快速、稳定的运输优势。

根据华经产业研究院数据，截至 2022 年底全国共有露天煤矿 357 处，产能 11.62 亿吨，平均产能 325 万吨/年，约是井工矿的 3 倍，千万吨级露天矿超过 30 处。此外，2022 年我国露天煤矿产量首次突破 10 亿吨，完成 10.57 亿吨，以占比约 8%的煤矿数量贡献了全国 23% 的煤炭产量，较 2000 年提高了 19 个百分点。

图表 21：2022 年我国露天煤矿产量以占比约 8% 煤矿数量贡献了全国 23% 煤炭产量



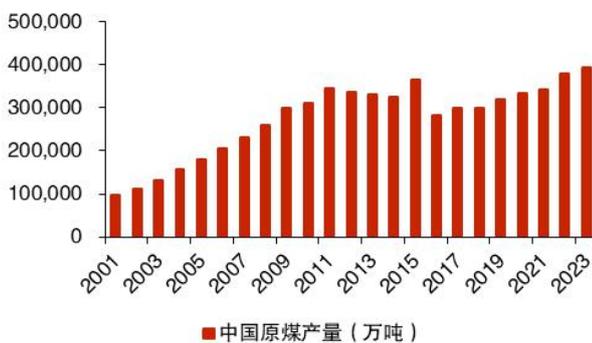
资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

煤炭：从能源消费结构来看，原油、天然气和煤炭三大能源为主要能源，而煤炭是我国的主体能源和重要的工业原料。根据国家统计局数据，2016–2023 年间，我国原煤产量逐年增加，至 2023 年已达 39.44 亿吨（yoy+3.80%）。

有色金属：矿山开采中，非煤矿山主要包括黑色金属和有色金属，其中黑色金属主要是铁矿，有色金属则以金、银、铜、铝、铅、锌、镍、锡、钼、锑十类为代表。根据国家统计局数据，我国十种有色金属的产量在 2001–2023 年间保持稳定增长态势，至 2023 年产量分别达 7,499.07 万吨（yoy+10.45%）。金属矿是非公路宽体自卸车除露天煤矿外的另一重要应用领域，在金属矿开采量逐年稳定上涨的背景下，宽体自卸车的需求前景向好。

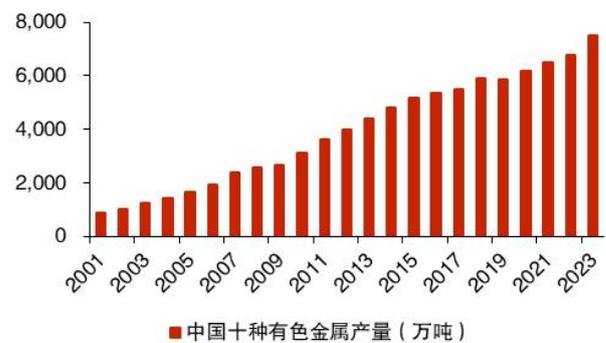
水泥：建材矿主要包括水泥原料、轻型骨料及花岗岩、玄武岩、大理石等建筑石材。其中包括石灰岩、泥灰岩和粘土在内的水泥原料作为主要建材矿。改革开放以来，随着我国扩大内需、加大基础设施建设投资、水泥需求量快速增长，其产量呈现逐年递增趋势。自 2010 年开始，我国水泥行业进入漫长的去产能阶段，全国水泥产量也在 2013 年到达顶峰后开始下降，到 2018 年，全国水泥产量已降至约 20 亿吨。2019–2021 年，我国水泥产量较 2018 年有所回升，2022–2023 年我国水泥产量继续下降。

图表 22：2023 年我国原煤产量达 39.44 亿吨(yoy+3.80%)



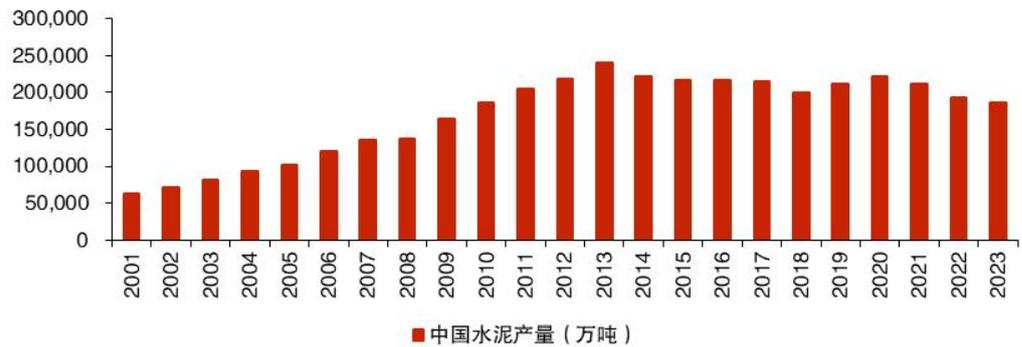
资料来源：国家统计局、Wind、华源证券研究所

图表 23：2001–2023 年我国十种有色金属产量保持增长



资料来源：国家统计局、Wind、华源证券研究所

图表 24：2022-2023 年我国水泥产量有所下降



资料来源：国家统计局、Wind、华源证券研究所

➤ 存量替代

从购置成本和运营维护成本两方面看，非公路宽体自卸车购置经济性明显。

从购置成本来说，对于非公路矿用自卸车：国产非公路矿用自卸车的购置成本每吨载重量约 3-5 万元，进口非公路矿用自卸车每吨载重量约 5-8 万元；公路自卸车的购置成本为每吨载重量约 1.8 万元，而非公路宽体自卸车约每吨载重量 1.5 万元。例如，对于上述三种设备来说，载重量 40 吨的非公路矿用自卸车的购置成本一般在 150 万元以上，载重量 17 吨的公路自卸车约 31 万元，载重量 40 吨非公路宽体自卸车 60 万元左右。因此相比非公路矿用自卸车和公路自卸车，非公路宽体自卸车的购置经济性更好。

从运营和维护成本来说，非公路矿用自卸车由于总体市场规模较小，所以零配件的价格高，特别是进口非公路矿用自卸车，同时其供货周期长、维修技术要求高、难度大，因此，非公路矿用自卸车的运营和维护成本很高。公路自卸车由于承载重量受到汽车和公路相关法规的限制，其载重量较小，运营效率低。根据实际运营数据，同工况条件下，同功率的非公路宽体自卸车比公路自卸车承载能力提高 30%，油耗降低 15%。同时，公路自卸车难以适应复杂的工况环境，导致车辆故障率高，寿命短，因此公路自卸车的运营和维护成本也比较高。而非公路宽体自卸车针对特定工况设计制造，适应性和可靠性好，出勤率和运营效率较高，同时，其易损零配件大都选购公路重卡零配件，性价比高，供应充足。

图表 25：非公路宽体自卸车的每吨载重量价格较低、运营效率较高

	进口非公路矿用自卸车	国产非公路矿用自卸车	国产公路自卸车	非公路宽体自卸车
购置成本				
每吨载重量 (万元/吨)	5-8	3-5	1.8	1.5
购置成本 (万元)	150 万元以上 (40t)		约 31 万元 (17t)	60 万元左右 (40t)
维护成本				
零配件	价格更高	价格高	-	价格低 (供应充足)
运营效率	-	-	低 (由于载重小)	高
运营维护成本	高 (技术高)	高 (技术高)	高 (故障率高)	-

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

除此之外，相较于公路自卸车和非公路矿用自卸车，非公路宽体自卸车整体更换周期更快，主要系矿山内持续性运营导致，每年有望保持稳定持续更换需求。

3. 市场竞争对手众多，如何看待细分行业竞争力？

我国非公路自卸车行业发展前景良好，市场规模不断扩大，市场竞争日趋激烈，形成了以同力股份、临工重机、徐州徐工、常州柳工、山东蓬翔、三一重装、北方股份为主的企业竞争格局。

图表 26：同力股份在非公路自卸车行业竞争对手情况

公司名称	业务介绍
同力股份	主要产品为 TL87、TL88、TL89、TL125、TL135 等系列（包括无人驾驶）非公路宽体自卸车，同时还生产 TLD 系列非公路矿用自卸车、TLK 系列坑道车、TLS 系列非公路洒水车、TLQ 系列桥梁运输车等工程机械产品；目前除过传统的燃油车型以外，还推出了纯电驱动、混合驱动、氢燃料、甲醇燃料等新能源车型以及智能驾驶的线控底盘。
临工重机	聚焦矿山开采设备、高空作业机械、特种机械、关键零部件等多个业务板块，其中矿山设备模块涵盖宽体矿车 MT、CMT、RT、UT 四大系列多个品种及大型矿山挖掘机。
徐州徐工	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。公司产品中汽车起重机、随车起重机、压路机等 16 类主机位居国内行业第一。
常州柳工	主要专注于工程机械、建筑机械、农业机械、工程车辆等产品及零部件的研发、制造、销售和服务，在产品多元化、品类齐全、全面解决方案方面处于行业前列。
山东蓬翔	产品结构为专用车、中重型卡车桥、液压件和卡车车架，专用车产品有半挂车、公路自卸车、厢式车、非公路自卸车等四个系列 130 多个品种。
三一重装	主要从事研发、生产大型煤炭机械成套设备制造企业。公司产品有综掘、综采、矿用车辆、电机等。在自卸车方面主要包含机械传动矿用自卸车、电传动矿用自卸车、非公路宽体自卸车。
北方股份	北方股份具备年产 1000 台矿用自卸车生产能力，可生产载重 25—400 吨全系列矿用自卸车（含机械传动矿用自卸车、电动轮矿用自卸车、矿用洒水车、双动力矿用自卸车、纯电动矿用自卸车、氢能源矿用自卸车等）。

资料来源：公司招股书、各公司财报、各公司官网、华源证券研究所

同力股份属于专门化的非公路宽体自卸车制造企业，具备更强的针对性和可靠性。按设立目的和主导产品划分，可将从事非公路宽体自卸车制造的企业大致分为两类：专门化和跨行业的非公路宽体自卸车制造企业。以同力股份为代表的专门化非公路宽体自卸车制造企业，其设立的目的和主导产品即生产制造非公路宽体自卸车系列产品。以徐工为代表的跨行业非公路宽体自卸车制造企业，则是在确保不影响自身原有重卡或其他工程机械产品生产的同时，利用现有或扩充产能补充生产部分非公路宽体自卸车产品。

图表 27：同力股份、临工重机、徐工集团的 90t 燃油宽体自卸车参数对比情况

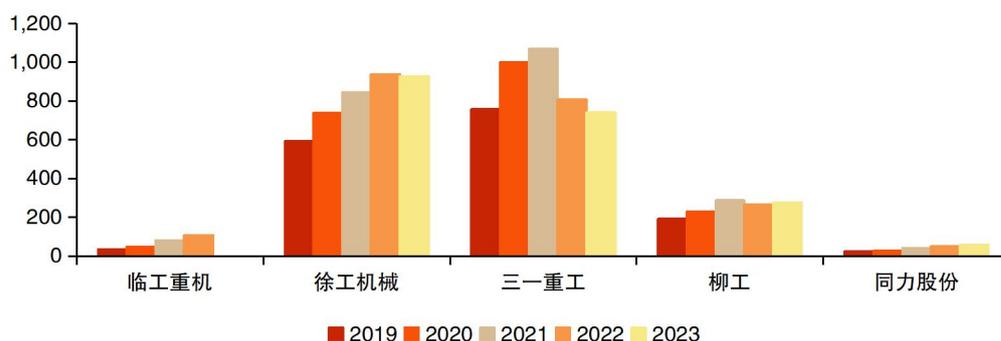
燃油车品类	同力股份 TL891C	临工重机 MT126H	徐工集团 XG130
图例			
整备质量 (kg)	45000	46500	46000
额定载荷 (t)	90	90	90
发动机	潍柴 WP15H	潍柴 WP15HG770E304	YCK16775-T300
变速箱	8 档机械式变速箱	8DS280	绿控 J8S280A 8 挡手动
车桥载荷 (t)	30+50+50	30+50+50	-
最高车速 (km/h)	40	≥35	-
整机外形尺寸 (长×宽×高 mm)	10250×3950×4400	10510×3940×4610	10060×4060×4300

资料来源：各公司官网、华源证券研究所

根据中国工程机械工业协会发布的《二零一九年工程机械主要企业主要产品产销存汇编》，在纳入统计的主要工程机械企业中，同力股份 2019 年度销量（含非公路宽体自卸车、非公路矿用自卸车）占比 47.62%。

从规模来看，同力股份由于产品专注度较高，故产品类型较可比公司少，从而营收规模较可比公司低。从收入成长性而言，徐工机械、三一重工、柳工、同力股份的 2020-2023 年 3 年营收复合增速分别为+7.87%、-9.56%、+6.16%、+28.88%，可见同力股份成长性出众。

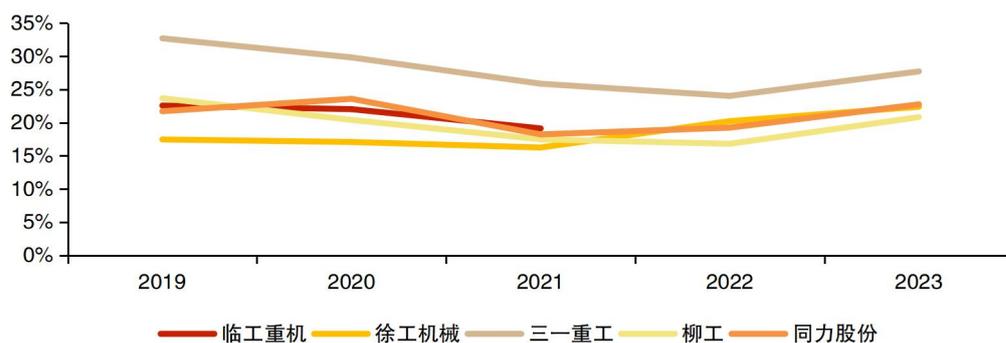
图表 28：2020-2023 年同力股份 3 年营收复合增速高于可比公司



资料来源：Wind、华源证券研究所

从盈利能力来看，同力股份毛利率在 2019-2023 年期间位于可比公司中等水平。三一重工毛利率处于可比公司高位，主要由于产品结构差异等原因。

图表 29：同力股份毛利率在 2019-2023 年期间位于可比公司中等水平



资料来源：Wind、华源证券研究所

4. 哪些新品有望转化为企业价值提升新动能？

2016年6月，工业和信息化部发布工业绿色发展规划（2016-2020年），加快推进生态文明建设，促进工业绿色发展，开拓了新能源非公路宽体自卸车市场。公司作为整车制造企业，在刚性矿卡（大型化）、新能源车型（新能源）、无人驾驶车型（智能化）方面持续加大研发投入，同时加强与无人驾驶研发机构的合作与交流，不断提升车辆智能化水平。

早在2014年，同力股份就与科研院所和电池厂家积极开展合作，率先进行了实车验证和技术论证，2017年，开发了三款以纯电动、增程及混动技术路线的产品，并进行了工业性验证，明确了产品实现的技术路径和发展方向，2019年纯电动矿卡小批量投放市场。2020年推出了基于TL88车型侧置换电和中置换电模式的TLE105系列产品，并投入市场运行。2021年在行业里率先开发氢动力新能源矿卡。目前，公司已有TLE纯电动系列产品和TLH混合动力系列产品，分别搭载双动力电机驱动系统和甲醇发动机增程器，在减排的同时，维持整体产品性能。

图表 30：公司已有 TLE 纯电动系列产品和 TLH 混合动力系列产品



资料来源：公司官网、华源证券研究所

大型化方面，公司已推出 TLD125 车型和 TLDH135 车型，其中同力 TLDH135 燃油混动非公路自卸车荣获 2024 中国工程机械年度产品 TOP50 颁奖典礼的新能源产品创新金奖；同力 TLD125 矿用车批量交付厄瓜多尔金属矿山，开启公司矿用车进入南美高端市场的新进程。

图表 31：同力 TLD125 系列矿用自卸车图例



资料来源：公司官网、华源证券研究所

图表 32：同力 TLDH135 系列矿用自卸车图例



资料来源：公司官网、华源证券研究所

2022年6月，同力股份投入资金10000万元成立全资子公司陕西同力重工新能源智能科技有限公司。专门负责经营新能源技术的研发、技术服务、技术转让等，新能源机械设备的研发、制造、销售、售后服务等，为新能源系列产品研发和突破提供助力。无人驾驶非公路宽体自卸车技术已经相对成熟，正加速落地。同力股份正与易控智驾就非公路宽体自卸车底盘线控技术、混合动力非公路宽体自卸车技术、矿区无人运输技术等方向领域展开合作，加速无人驾驶非公路宽体自卸车项目落地。

图表 33：公司在大型化、新能源、智能化方面的相关公告

公告时间	事件
2021年10月	选择特百佳作为公司纯电驱动系统的供应商之一。公司拟按照2021年度预测需求，与特百佳签署最高采购量不超过150台纯电驱动系统的年度框架采购合同。
2021年11月	公司正在积极探索和研发氢燃料电池在纯电动宽体自卸车辆上的应用，依托现有非公路宽体自卸车研发优势，研发试制了首台氢燃料增程式电动非公路宽体自卸车。
2022年4月	同力重工 TL105E 纯电动非公路宽体自卸车荣获工程机械行业“新能源金奖”产品称号。
2022年6月	对未来新能源和可再生能源的发展前景充满信心，结合公司的实际情况和现有的技术储备，拟设立全资子公司：陕西同力重工新能源智能科技有限公司。
2023年9月	国内首台甲醇混动非公路宽体自卸车 TLH 系列车型产品下线投放市场，是公司在继纯电动、氢能技术之后，在新能源领域又一技术创新的商业化应用；TLI 系列自动驾驶非公路宽体自卸车在经历了单车测试，到成组封闭场景下的全流程无人化运行，已实现了自动驾驶技术在矿山短途运输作业中的里程碑式技术突破。
2024年7月	公司在新能源领域已经布局多年，拥有以电驱技术为特征的行业最全的技术路线，当前已实现了载重从30吨到110吨的全系列纯电驱动，混合驱动，双源混合动力，氢燃料动力，甲醇动力、氨动力、天然气动力等全部技术路线的产品；2024年上半年，同力重工与易控智驾完成近300台无人驾驶产品订单签订，交付、矿区运行车辆已超过200台，出勤率由前期的80%多提升到90%。
2024年8月	无人驾驶车辆大批量开始交付，迈出了无人驾驶车辆商业化大规模应用进程；2024中国工程机械年度产品TOP50颁奖典礼，同力 TLDH135 燃油混动非公路自卸车荣获新能源产品创新金奖；同力 TLD125 矿用车辆批量交付厄瓜多尔金属矿山，开启公司矿用车辆进入南美高端市场的新进程。
2024年10月	目前新能源产品占到公司销量20%左右。
2024年11月	目前公司180吨产品已经下线测试，需要各种验证测试、改进后再批量销售；180吨产品改进完成后根据市场需求择机推向市场销售；220吨产品预计明年下线测试。

资料来源：公司公告、华源证券研究所

公司与众多公司及高校展开合作，加紧研发产出。2024年4月10日，易控智驾与同力重工联合发布了两款新能源无人驾驶矿用车辆——ET100和ET70M，将主机厂和智驾公司的双重优势有机结合，实现了矿山智能化运输设备再升级。

图表 34：公司主要合作单位及项目内容

合作单位	合作项目	合作协议的主要内容
湖州宏威新能源汽车有限公司	合作进行纯电驱动非公路宽体自卸车的研究开发	宏威新能源负责动力系统设计及整机制造；公司根据宏威新能源实际需求制造无动力源非公路宽体矿车底盘。
武汉理工大学汽车工程学院	非公路宽体自卸车底盘线控技术、混合动力非公路宽体自卸车技术	双方重点围绕非公路宽体自卸车底盘线控技术、混合动力非公路宽体自卸车技术、矿区无人运输技术等方向领域，发挥各方资源优势，加强产学研合作。
北京时代万维科技有限公司	油气悬挂式宽体车动力学项目研究	双方重点围绕非公路宽体自卸车前桥、中后桥油气悬架，建立整车动力学模型；通过对模型的调试、关键工况的对比分析及最终的操稳分析推动项目建设；完成非公路宽体自卸车悬架运动学性能对标及特性分析，形成悬架系统KC分析规范并应用，提升研发正向设计能力。
苏州绿控传动科技股份有限公司	在矿山领域建立低能耗、低成本、电动化、智能化、网联化高效矿山开采用非公路自卸车。	在技术合作方案的框架下，开展具体的产品供应和矿山运营的方案支持，包括：1、双方定制开发混合动力矿卡的无动力宽体车底盘；2、双方共同研究电驱动总成、VCU、TCU的整体解决方案；
北京易控智驾科技有限公司	线控增程式混合动力非公路自卸车，型号为ET100。	双方重点围绕非公路宽体自卸车底盘线控技术、混合动力非公路宽体自卸车技术、矿区无人运输技术等方向领域，发挥各方资源优势，加强产学研合作。

资料来源：公司2023年年报、华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

结合公司 2024 年前三季度财报以及对于未来非公路宽体自卸车市场的国内进口替代空间、海外出口增长潜力，我们假设公司 2024–2026 年整体营收同比增长率分别为 0.3%、5%、12%，综合毛利率基本维持稳定。

图表 35：同力股份营业收入预测关键假设（单位：万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	409431	520157	586035	587679	619371	694633
yoy	49.6%	27.0%	12.7%	0.3%	5.4%	12.2%
整车-宽体自卸车	388374	491138	544717	539270	577558	646865
yoy	49.7%	26.5%	10.9%	-1.0%	7.1%	12.0%
配件销售	10390	15069	23641	30024	20867	23663
yoy	8.9%	45.0%	56.9%	27.0%	-30.5%	13.4%
维修服务	4951	2196	5301	4771	6107	7634
yoy	69.9%	-55.6%	141.4%	-10.0%	28.0%	25.0%
其他	5716	11754	12376	13614	14839	16471
yoy	211.4%	105.6%	5.3%	10.0%	9.0%	11.0%

资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 36：同力股份毛利率预测关键假设

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	18.2%	19.2%	22.7%	23.1%	23.2%	24.0%
整车-宽体自卸车	17.1%	18.6%	22.1%	22.3%	22.6%	23.4%
配件销售	32.6%	34.8%	35.5%	37.9%	37.2%	37.5%
维修服务	62.4%	73.4%	74.6%	81.2%	81.0%	80.6%
其他	31.0%	16.0%	5.7%	3.0%	2.8%	2.9%

资料来源：Wind、华源证券研究所

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润为 6.22、6.65 和 7.79 亿元，对应 PE 为 10.8、10.1、8.6 倍。同行业可比公司包含三一重工、徐工机械、柳工等，可比公司 2024PE 均值为 17.7X。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 37：同力股份可比公司估值表（截至 20241205）

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
三一重工	600031.SH	16.82	1,425.49	0.72	0.94	1.19	23.4	17.9	14.1
徐工机械	000425.SZ	8.02	947.66	0.54	0.68	0.87	14.9	11.8	9.2
柳工	000528.SZ	11.36	228.38	0.77	1.04	1.34	14.8	10.9	8.5
均值				0.68	0.89	1.13	17.7	13.5	10.6
同力股份	834599.BJ	14.64	66.98	1.36	1.45	1.70	10.8	10.1	8.6

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期；同力股份盈利预测来自华源证券研究所

6. 风险提示

工程机械行业波动风险：公司主要从事各类矿山开采及大型工程物料运输所需的非公路宽体自卸车、坑道车、洒水车等整车的研发、制造、销售和服务。近年来，国家对基础设施的投资增长放缓，导致工程机械行业增长相对放缓，然而露天煤矿、金属矿、建材矿、水利水电工程的快速发展，露天开采技术与装备的不断进步，应用范围的不断扩大，促进了工程机械行业的快速发展，同时也为非公路宽体自卸车行业创造了较大的市场需求。但是，未来国家宏观经济是否进行调控，对上述行业的鼓励政策是否会继续，这些不确定因素导致上述行业的经营环境发生变化，间接导致工程机械行业陆续收缩和调整，这会对公司产品与服务的市场前景造不利影响。

无实际控制人风险：公司股权结构较为分散，无控股股东和实际控制人，无任一股东依其可实际支配的公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响。在公司无实际控制人的情况下，不排除存在因公司处于无实际控制人状态而导致的治理格局不稳定、经营决策效率低下、贻误发展机遇的情况，进而对公司生产经营产生不利影响的风险。

应收账款余额较大风险：公司应收账款期末余额账龄较短，截至 2024 年 6 月底，账龄在 1 年以内的应收账款占应收账款总额的 94.07%。若未来下游行业发生重大不利变化，客户财务状况、合作关系发生恶化，则可能导致公司应收账款无法收回形成坏账损失，对公司资金状况造成不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	931	1,311	1,722	2,204
应收票据及账款	3,010	3,057	3,205	3,537
预付账款	79	82	85	89
其他应收款	55	77	81	91
存货	666	866	912	1,012
其他流动资产	37	57	60	67
流动资产总计	4,777	5,450	6,065	7,001
长期股权投资	26	24	24	24
固定资产	681	664	634	598
在建工程	0	0	0	0
无形资产	110	104	99	94
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	128	128	128	128
非流动资产合计	945	920	885	845
资产总计	5,722	6,371	6,950	7,846
短期借款	30	51	40	32
应付票据及账款	1,487	1,535	1,629	1,836
其他流动负债	1,572	1,772	1,862	2,077
流动负债合计	3,088	3,358	3,530	3,945
长期借款	81	61	40	19
其他非流动负债	52	52	52	52
非流动负债合计	133	113	91	70
负债合计	3,221	3,470	3,622	4,016
股本	453	458	458	458
资本公积	537	532	533	535
留存收益	1,477	1,869	2,290	2,782
归属母公司权益	2,466	2,859	3,280	3,774
少数股东权益	35	42	48	56
股东权益合计	2,501	2,900	3,328	3,830
负债和股东权益合计	5,722	6,371	6,950	7,846

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	621	583	641	752
折旧与摊销	102	114	125	136
财务费用	-8	1	-1	-4
投资损失	-17	1	1	0
营运资金变动	-520	-44	-20	-31
其他经营现金流	101	28	29	32
经营性现金净流量	277	684	775	884
投资性现金净流量	-63	-74	-88	-90
筹资性现金净流量	-172	-229	-276	-312
现金流量净额	42	381	411	483

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,860	5,877	6,194	6,946
营业成本	4,527	4,518	4,757	5,278
税金及附加	21	26	28	31
销售费用	335	376	385	438
管理费用	86	94	93	113
研发费用	103	118	124	154
财务费用	-8	1	-1	-4
资产减值损失	-87	-35	-37	-42
信用减值损失	-43	-38	-34	-31
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	17	-1	-1	0
公允价值变动损益	0	0	1	2
资产处置收益	3	23	5	6
其他收益	24	30	30	32
营业利润	711	722	772	904
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	-2	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	713	721	772	904
所得税	92	94	100	117
净利润	621	628	672	787
少数股东损益	6	6	7	8
归属母公司股东净利润	615	622	665	779
EPS(元)	1	1	1	2

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	12.67%	0.28%	5.39%	12.15%
营业利润增长率	27.73%	1.57%	6.94%	17.16%
归母净利润增长率	31.82%	1.15%	6.96%	17.15%
经营现金流增长率	348.82%	146.64%	13.24%	14.19%
盈利能力				
毛利率	22.74%	23.13%	23.19%	24.02%
净利率	10.59%	10.68%	10.84%	11.33%
ROE	24.93%	21.75%	20.27%	20.64%
ROA	10.74%	9.76%	9.57%	9.93%
ROIC	33.50%	26.86%	29.10%	33.69%
估值倍数				
P/E	10.90	10.77	10.07	8.60
P/S	1.14	1.14	1.08	0.96
P/B	2.72	2.34	2.04	1.77
股息率	3.38%	3.42%	3.65%	4.28%
EV/EBITDA	6	7	6	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

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

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。