

# 徐工机械 (000425)

证券研究报告

2024年12月27日

## 工程机械如月之恒，矿山机械如日之升

### 工程机械行业龙头历史复盘，中国制造装备业的响亮名片

公司成立于1989年，自创立之初便深耕工程机械，经历多轮周期，发展成为国内工程机械龙头之一。根据公司2023年报，公司成为唯一连续三年跻身KHL Yellow Table全球前三甲的中国工程机械制造商，在中国工程机械工业协会统计的21大类工程机械中，公司16类主机位居国内行业第一。2023年，公司实现营收928.48亿元，同比-1.03%，实现归母净利润53.26亿元，同比+23.51%；2024前三季度，公司实现营收687.26亿元，同比-4.11%，实现归母净利润53.09亿元，同比+9.71%。

### 挖机：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%；公司作为国内行业龙头之一，经营表现则有望与周期上行共振。

**海外：**目前工程机械企业自主出海趋势明显，2022年我国工程机械出口金额同比增长30.20%至443.02亿美元，2023年海外市场仍维持较高景气度，出口金额为485.52亿美元，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，但目前公司在欧美市场的市占率仍处于较低水平，未来提升空间广阔。

### 矿机：流动性宽松带动矿山资本开支增加，公司矿山机械进入龙头企业供应链

矿装及运输为矿山产业最核心环节，行业集中度极高，国产化率低，全球市场空间广阔。

**β：**铜价变化与矿山设备营收一致性高，复盘铜价周期，我们预计未来伴随着流动性的释放，铜价格或将迎来上升，继而带动铜企资本开支，最终传导到矿山机械厂商。

**α：**公司自2010年开始深耕矿山挖机设备，相关经验积累深厚。可靠性为矿山机械核心指标之一，公司生产的125吨矿用挖掘机连续作业超过2万+小时，400吨矿用挖掘机已经连续作业8年，累计运行4万+小时，700吨矿用已经过1.5万+小时可靠性试验。矿用卡车、矿用挖机均已进入国际一线高端矿企，后续有望持续导入。

**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；此外，公司未来矿山机械设备有望持续为业绩带来增量；因此我们预计公司2024-2026年营收分别为937.30、1019.71、1156.33亿元，yoy分别为+0.95%、+8.79%、+13.40%；归母净利润分别为62.62、81.57、107.19亿元，yoy分别为+17.55%、+30.27%、+31.41%；公司作为唯一连续三年跻身KHL Yellow Table全球前三甲的中国工程机械制造商，我们给予公司2025年目标PE 15X，对应目标价10.35元，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济波动风险、市场竞争风险、供应链安全风险、汇率波动风险、海外拓展不及预期

### 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 7.67元

目标价格 10.35元

### 基本数据

A股总股本(百万股) 11,816.17

流通A股股本(百万股) 8,120.09

A股总市值(百万元) 90,629.99

流通A股市值(百万元) 62,281.11

每股净资产(元) 4.98

资产负债率(%) 63.84

一年内最高/最低(元) 8.54/5.10

### 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

1 《徐工机械-季报点评:三季度业绩表现优异，盈利能力、经营质量等多方位优化》 2024-11-02

2 《徐工机械-半年报点评:半年报业绩稳健，板块布局优势凸显+海外开拓量利双增》 2024-08-28

3 《徐工机械-年报点评报告:业绩表现稳中向好，高质量发展助力“珠峰登顶”！》 2024-04-30

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	93,817.12	92,848.22	93,730.13	101,971.16	115,633.49
增长率(%)	11.25	(1.03)	0.95	8.79	13.40
EBITDA(百万元)	13,505.00	15,748.53	15,047.09	16,660.09	19,907.72
归属母公司净利润(百万元)	4,307.10	5,326.47	6,261.53	8,156.83	10,719.00
增长率(%)	(23.29)	23.67	17.55	30.27	31.41
EPS(元/股)	0.36	0.45	0.53	0.69	0.91
市盈率(P/E)	21.04	17.02	14.47	11.11	8.46
市净率(P/B)	1.70	1.61	1.51	1.39	1.27
市销率(P/S)	0.97	0.98	0.97	0.89	0.78
EV/EBITDA	4.10	4.47	6.08	5.33	4.30

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 内容目录

<b>1. 工程机械行业龙头历史复盘，中国制造装备业的响亮名片</b>	<b>6</b>
1.1. 第一阶段（1989-2008）从“三厂一所”到双超百亿	6
1.2. 第二阶段（2009-2011）完成整体上市，周期上行下实现快速增长	6
1.3. 第三阶段（2012-2016）行业周期性触底，公司修炼内功	8
1.4. 第四阶段（2017-2021）公司受多因素驱动迎来腾飞，出海走出坚实一步	10
1.5. 第五阶段（2022-至今）逐步走到世界舞台中央，向上空间充足	11
<b>2. 挖机：国内行业筑底回升，海外拓展持续进行时</b>	<b>13</b>
2.1. 挖机需求筑底回升，有望回归上升通道	13
2.2. 海外市场发展态势良好，国产品牌拉开海外扩张序幕	15
<b>3. 矿机：流动性松绑带动矿山资本开支增加，公司矿山机械进入龙头企业供应链</b>	<b>17</b>
3.1. 矿山机械行业梳理：铲装&运输为最核心环节	17
3.2. 流动性松绑背景下看好铜价回升，带动上游矿山机械厂商	20
3.2.1. 铜价复盘：流动性宽松叠加国内需求恢复，引领疫情后铜价中枢抬升	20
3.2.2. 铜价上升带动行业资本开支增加，设备端有望受益	22
3.2.3. 需求侧：传统需求韧性较强，新兴需求持续增长	22
3.3. 公司产品线齐全&可靠性比肩外资，已成功向世界级高端矿企交付装备	27
<b>4. 盈利预测</b>	<b>29</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图 1：徐工第一阶段发展历程	6
图 2：公司 2000-2009 营收（亿元）及 yoy	6
图 3：公司 2007-2012 营收结构变化（单位：亿元）	6
图 4：公司 2005-2009 毛利率变化	7
图 5：公司 2008-2009 分产品毛利率情况（单位：%）	7
图 6：2006-2012 中国房屋新开工面积及施工面积 yoy	7
图 7：2006-2012 基建投资完成额及房地产开发投资完成额 yoy	7
图 8：2009-2011 公司营收及 yoy	8
图 9：2009 公司归母净利润及 yoy	8
图 10：2011-2016 公司营收及 yoy	8
图 11：2011-2016 公司归母净利润及 yoy	8
图 12：公司 2010-2016 应收账款及经营性现金流情况（单位：亿元）	9
图 13：公司 2012-2016 ROE、归母净利润率、资产周转率情况	9
图 14：公司 2012-2016 主要进展	10
图 15：2017-2021 公司营收及 yoy	10
图 16：2017-2021 公司归母净利润及 yoy	10
图 17：公司 2017-2021 海内外营收情况（单位：亿元）	11
图 18：公司 2017-2021 海内外毛利变动情况（单位：%）	11

图 19: 2019-2024 前三季度公司营收及 yoy .....	11
图 20: 2019-2024 前三季度公司归母净利润及 yoy .....	11
图 21: 2019-2024 前三季度公司毛利率及净利率变动情况 .....	11
图 22: 2019-2023 公司产品结构变动情况 (单位: 亿元) .....	11
图 23: 2021-2023 徐工分地区营收情况 .....	12
图 24: 2024 全球工程机械主要企业在 2023 年的市场份额 .....	12
图 25: 公司股权激励解售要求 .....	13
图 26: 基础建设投资与房屋新开工面积情况 (单位: %) .....	13
图 27: 采矿业、水利管理业固定资产投资完成额情况 (单位: %) .....	13
图 28: 2022 年至今 CMI 表现情况 .....	14
图 29: 中国地区小松开工小时统计 .....	14
图 30: 2020 年至今国内挖掘机销售情况 (台) .....	14
图 31: 2020 年至今挖掘机出口销售情况 (台) .....	14
图 32: 上海发布《上海市鼓励国二非道路移动机械更新工作方案》的公告 .....	14
图 33: 中国工程机械销售预测 (台) .....	15
图 34: 中国工程机械销售额预测 (亿美元) .....	15
图 35: 中国挖机出口销量占比(左轴, 单位: 台)由 2020 年的 10.6%提升至 2023 年的 53.9% .....	16
图 36: 2022 年北美工程机械主机厂市占率情况 .....	17
图 37: 2022 年欧洲工程机械主机厂市占率情况 .....	17
图 38: 设备购置投资占矿山总投资比重为 26.89% .....	17
图 39: 采矿工程占主要生产投资比重为 75.69% .....	17
图 40: 矿用液压式挖掘机 .....	18
图 41: 机械式挖掘机 .....	18
图 42: 2023 年底采矿设备占比 .....	19
图 43: 按载荷分, 矿用卡车占比 .....	19
图 44: 人力、能源为铜矿主要成本来源 .....	19
图 45: 矿用自卸车、矿用宽体车与普通自卸车对比 .....	20
图 46: 铜价走势复盘 (美元/吨) .....	21
图 47: 铜价 (左轴, 单位: 美元/公吨) 与美元指数 (右轴) 对应关系 .....	21
图 48: 铜价通常领先于铜企资本开支 .....	22
图 49: 铜矿产量跟随铜企资本支出 .....	22
图 50: 小松、卡特及全球铜价 (年度平均) 变动关系 .....	22
图 51: 2023 年全球铜消费分布中国占比约 60% .....	22
图 52: 2021 年全球铜市场下游需求集中度较高 .....	22
图 53: 2023 年全球制造业 PMI 基本处于荣枯线之下 .....	23
图 54: 主要经济体制造业 PMI 走势有所分化 .....	23
图 55: 2023 年国内电源及电网投资维持高增长 (%) .....	23
图 56: 国内电网基本建设投资完成额连续增长 (亿元) .....	23
图 57: 2023 年国内家用空调产量同比增长 11.1% (万台) .....	24
图 58: 2023 年国内空调市场 2-7 月出货高增 (万台) .....	24

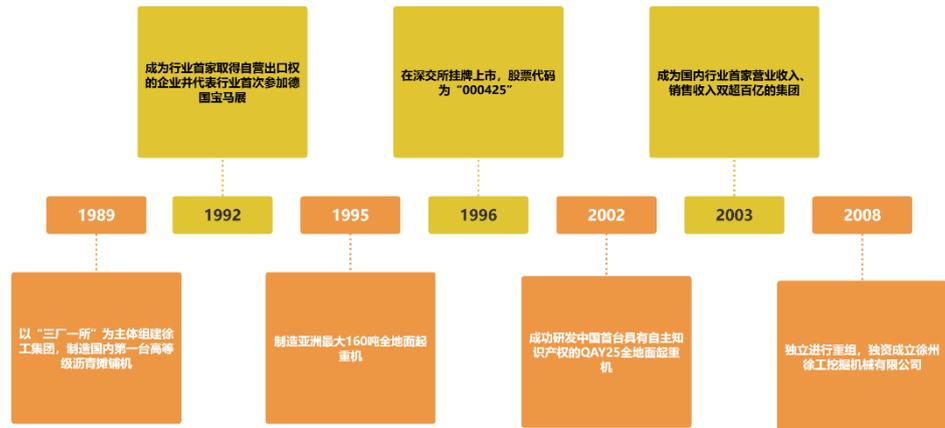
图 59: 2023 年出口空调市场 5 月以来增速转正 (万台) .....	24
图 60: 2023 年国内传统汽车销量同比增长 3.1% (万辆) .....	25
图 61: 2023 年国内光伏新增装机量增长达 151% (GW) .....	26
图 62: 2023 年国内组件产量增长 89% (GW) .....	26
图 63: 国内风电新增装机量筑底反弹 (GW) .....	26
图 64: 混合动力汽车高压部件布局图 .....	27
图 65: 国内新能源汽车销量维持高景气度 (万辆) .....	27
图 66: 公司 XE5600 超大型挖掘机 .....	28
图 67: XDR80TE 纯电矿车 .....	28
图 68: XE4000E 新能源挖掘机 .....	28
表 1: 2007 与 2010 年中国工程机械主要设备销量对比 (单位: 台) .....	8
表 2: 2023 年我国出口国别 (地区) 前 20 国家 .....	15
表 3: 国外矿用液压挖掘机在国内的应用情况 .....	18
表 4: 徐工及全球挖机龙头各吨位布局 .....	27
表 5: 公司未来 3 年营收拆分 .....	29
表 6: 可比公司估值 .....	30

## 1. 工程机械行业龙头历史复盘，中国制造装备业的响亮名片

### 1.1. 第一阶段（1989-2008）从“三厂一所”到双超百亿

徐工集团前身系 1943 年创立的徐州华兴铁工厂，在 1989 年由“三厂一所”（徐州重型机械厂、徐州装载机厂、徐州工程机械制造厂和徐州工程机械研究所）为核心层组建而来，并在 1996 年于深交所挂牌上市。公司在本阶段内先后制造出国内第一台高等级沥青摊铺机、亚洲最大 160 吨全地面起重机，中国首台具有自主知识产权的 QAY25 全地面起重机，于 1992 年代表行业首次参加德国宝马展，是中国工程机械行业名副其实的开拓者、探索者与前行者。

图 1：徐工第一阶段发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 1.2. 第二阶段（2009-2011）完成整体上市，周期上行下实现快速增长

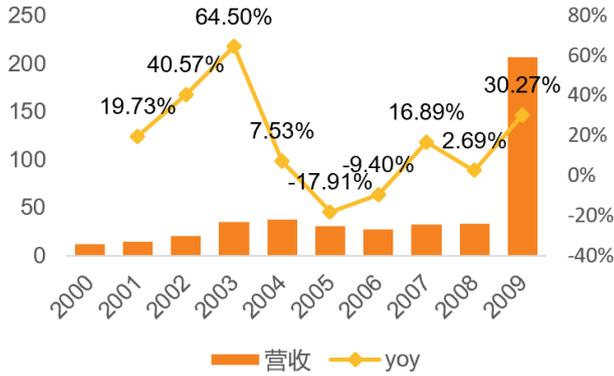
**实现整体上市，公司综合能力提升。**公司于 2009 年度向徐工集团工程机械股份有限公司购买其拥有的徐州重型机械有限公司、徐州工程机械集团进出口有限公司、徐州徐工液压件有限公司、徐州徐工专用车辆有限公司、徐州徐工随车起重机有限公司、徐州徐工特种工程机械有限公司。

本次并表后，标志徐工集团整体上市成功，公司迈入新的发展阶段，具体表现为：

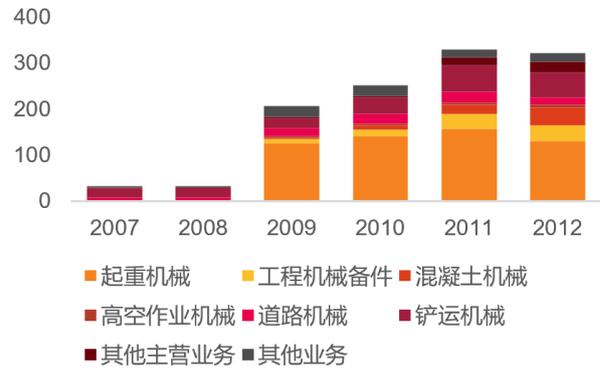
- 1) 可触及市场空间进一步扩展，市值天花板进一步打开：并表后，公司营收/归母净利润提升至 2009 年的 206.99/17.41 亿元，同比+30.27%/16.42%。公司营收能力的增长主要来源为起重机械等设备的并表，2009 年徐工旗下新增起重机械业务实现营收 126.51 亿元，占公司当年整体营收 61.12%。
- 2) 公司利润率水平大幅提升，资产回报能力增强：公司毛利率也从 2008 年的 7.87% 增长至 2009 年的 19.36%，同比+11.49pct，公司 ROE 从 2008 年的 8.80% 增长至 2009 年的 39.80%，ROA 从 2008 年的 3.06% 增长至 2009 年的 18.30%。并表前后的差异来源于高毛利的起重机械等设备的份额增加。

图 2：公司 2000-2009 营收（亿元）及 yoy

图 3：公司 2007-2012 营收结构变化（单位：亿元）

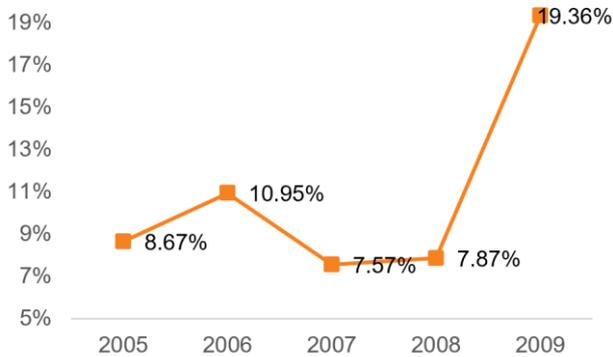


资料来源: wind, 天风证券研究所



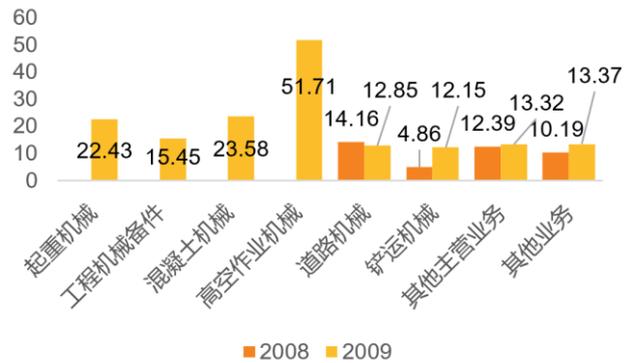
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 公司 2005-2009 毛利率变化



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 公司 2008-2009 分产品毛利率情况 (单位: %)

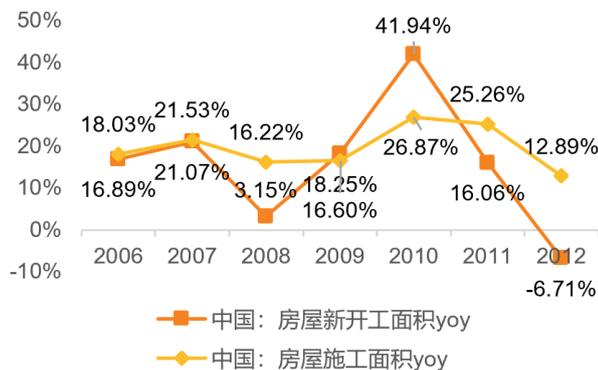


资料来源: wind, 天风证券研究所

**政府投资带动行业发展, 工程机械销量快速增长。** 2008 年 11 月 9 日, 中国政府出台了旨在“保增长、扩内需”, 促进经济平稳快速增长的十项措施, 两年之内的投资总额达到 4 万亿元, 投资方向涵盖保障性住房、民生工程和基础设施、重大基础设施建设和城市电网改造、社会事业、节能减排和生态工程、自主创新和结构调整及灾后恢复重建。

政策刺激下, 基建及地产迎来高速发展, 2009 年基建投资完成同比+42.18%; 2010 年中国房屋新开工面积同比+41.94%, 中国房屋施工面积同比+26.87%。下游需求旺盛带动工程机械销量快速增长, 2010 年主要工程设备销量较 2007 提升 71.20%。

图 6: 2006-2012 中国房屋新开工面积及施工面积 yoy



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 2006-2012 基建投资完成额及房地产开发投资完成额 yoy



资料来源: wind, 天风证券研究所

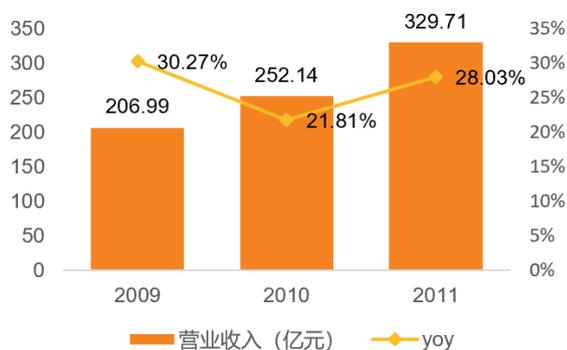
表 1: 2007 与 2010 年中国工程机械主要设备销量对比 (单位: 台)

	2007	2010	CAGR
挖掘机	71241	179296	36.02%
装载机	161628	228219	12.19%
平地机	3893	4531	5.19%
73.5kW 以上推土机	7207	13911	24.51%
压路机	9437	26281	40.69%
摊摊机	1347	3019	30.87%
轮式起重机	20862	35143	18.99%
塔式起重机	31020	43400	11.84%
叉车	152415	232389	15.10%
混凝土泵	4238	6959	17.98%
混凝土搅拌站	3000	5977	25.83%
混凝土搅拌车	9856	35386	53.12%
泵车	4271	7964	23.08%

资料来源:《2010 年中国工程机械主要设备保有量》韩学松, 天风证券研究所

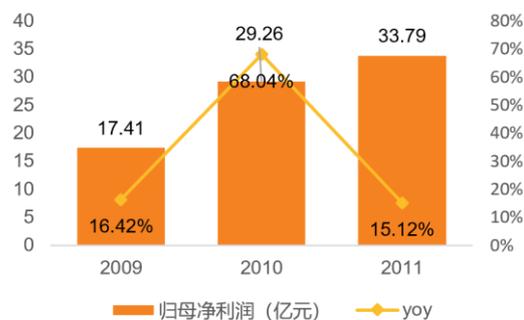
映射到公司层面, 公司营收也从 2009 年的 206.99 亿元增长至 2011 年的 329.71 亿元, 期间 CAGR 达 26.31%, 公司归母净利润也从 2009 年的 17.41 亿元增长至 2011 年的 33.79 亿元, 期间 CAGR 为 39.31%。

图 8: 2009-2011 公司营收及 yoy



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9: 2009 公司归母净利润及 yoy



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 1.3. 第三阶段 (2012-2016) 行业周期性触底, 公司修炼内功

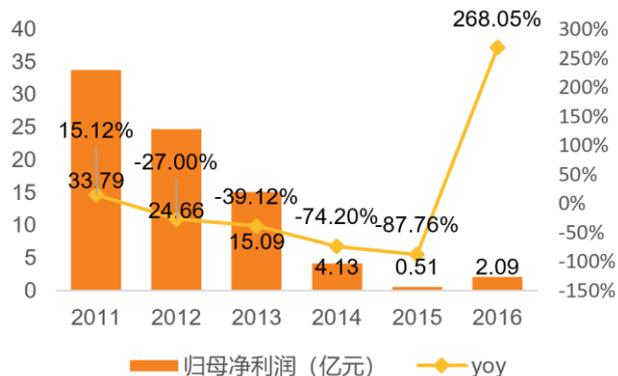
行业周期性触底, 公司营收能力下滑。伴随着 4 万亿政策结束, 地产及基建增速开始回落。2011 年到 2016 年, 国内工程机械市场历经五年多的持续下滑, 市场收缩到不足高点的三分之一。下行周期下, 公司营收持续走低, 2016 年营收从 2011 年的 329.71 亿元降至 168.91 亿元, 2016 年实现归母净利润仅为 2.09 亿元, 较高点下降 93.81%。

图 10: 2011-2016 公司营收及 yoy

图 11: 2011-2016 公司归母净利润及 yoy



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

**信贷收紧背景下激进扩张策略不改, 行业整体财务风险上升。**销售端: 2010 年后, 中央为控制通货膨胀、平稳物价, 多次上调银行准备金率, 银行信贷不断收紧导致下游企业在购置设备时出现资金短缺。同期, 为应对日益激烈的市场竞争并扩大行业影响力与市场份额, 工程机械行业整体采用了一些非理性促销手段, 从买产品抽奖送大件家用电器到送小汽车、小型挖掘机等奖品, 到降低售价、实行按揭购买产品零首付的促销措施, 叠加对客户资质审核较为粗放带动大量新客户盲目进入行业。但因为基建、地产等下游的回落, 购机客户面临工地停工、找不到业务或者无法顺利得到工程款等情况, 导致分期付款逾期违约行为较多, 行业内应收账款增长及经营活动现金流急速下滑。2013 年, 徐工应收票据及应收账款为 2010 年的近 5 倍, 达到 227.92 亿元, 经营性现金流降至负值。**生产端:** 产能扩张带动资本开支上行, 公司期间内资产上升, 2016 年公司在建工程+固定资产升至 2010 年的 2.62 倍。

**生产与销售的双重激进, 最终表现为期间内 ROE 的持续下降。**公司 ROE 从 2012 年的 15.14% 下降至 2016 年的 1.02%, 其中归母净利润率从 7.68% 下降至 1.23%, 资产周转率从 0.8 次下降至 0.39 次。

图 12: 公司 2010-2016 应收账款及经营性现金流情况 (单位: 亿元)

图 13: 公司 2012-2016 ROE、归母净利润率、资产周转率情况



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

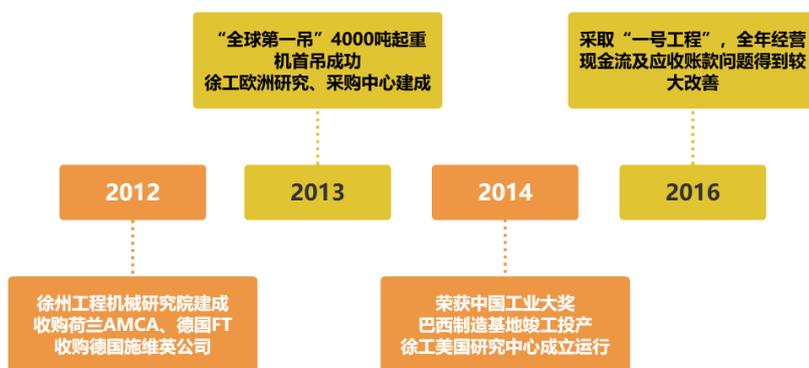
**启动“一号工程”解决应收账款问题, 改善公司经营质量。**2016 年公司展开“一号工程”全面打响供给侧结构性改革生死仗, 重点转理念、强风控, 强力推进经营体系改革一系列调整优化动作, 部署打响一号工程应收账款清欠攻坚战, 实现经营质量全面改善, 最终实现全年压降应收账款 14.53%, 经营现金流净额大幅增长 19.3 倍, 公司经营质量实现较大回升。

**收购海外优质元件公司&研发并行, 关键零部件技术水平实现突破。**公司先后收购荷兰 AMCA、德国 FT 两家液压元件企业, 实现形成全套液压系统解决能力。AMCA 成立于 20 世纪 60 年代, 是世界上最早设计并生产负载敏感比例阀的企业之一, 拥有丰富的底蕴和

设计制造经验，致力于高端液压阀生产和研发，其负载敏感技术和模块化的产品结构得到市场的高度认可，产品广泛应用于工程机械、海工等领域；FT 成立于 20 世纪 50 年代，主要为电子驱动和控制技术行业提供液压方案、为行走机械和固定设备提供系统整合，同时兼顾专用的物流方案。其核心业务为非标液压系统与液压插装阀的开发设计、生产与服务动力单元、液压插装阀等。收购后，徐工突破关键技术 15 项，打破多个设计瓶颈，通过设计的原理性创新，系统地掌握了高端液压阀的设计理论与设计方法。研发具有自主知识产权的 8 个系列的液压阀平台产品，累计完成 21 种多路阀、210 种集成阀组的开发，产品综合性能达到国际先进水平。

**收购混凝土机械领军企业德国施维英，进一步整合全球资源。**施维英公司成立于 1934 年，主要业务包括混凝土搅拌站、混凝土搅拌车、混凝土泵和混凝土回收站等，除总部德国赫恩以外，在美国、德国、奥地利、印度、巴西等多个国家和地区都建立了生产基地，并在法国、荷兰、奥地利、捷克、瑞典、韩国等地设有自己的销售、售后服务中心，同时还拥有遍布全球 100 多个国家的代理商队伍，徐工收购施维英标志着企业的核心竞争力和整体实力的提升，混凝土机械业务也将得到实质性的改善，实现了技术与渠道的双重改进。

图 14：公司 2012-2016 主要进展



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

### 1.4. 第四阶段（2017-2021）公司受多因素驱动迎来腾飞，出海走出坚实一步

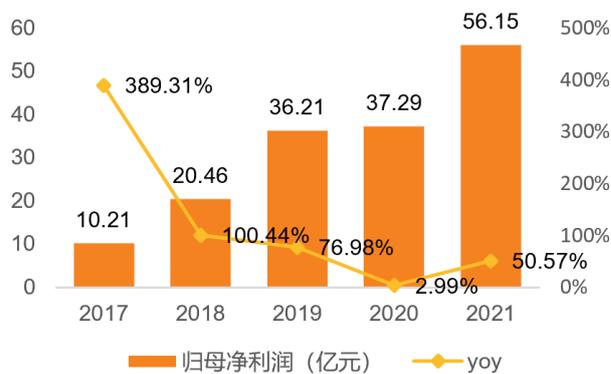
**国内需求多因素拉动，公司顺势迎来腾飞。**2017-2021 年，受国内固定资产高速增长叠加环保力度加强，排放不达标老旧设备强制淘汰等因素拉动，公司营收及利润实现多级跳，2017-2021 年营收 CAGR 达 30.44%，同期归母净利润 CAGR 为 53.14%，公司业绩表现实现飞跃。

图 15：2017-2021 公司营收及 yoy



资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：2017-2021 公司归母净利润及 yoy



资料来源：wind，天风证券研究所

随“一带一路”走出国门，出海走出坚实一步。2017年开始，公司随“一带一路”战略进一步走出国门，海外营收持续增长，海外营收自2017年的33.09亿元上升至2021年的129.40亿元。截止至2021年，公司已在“一带一路”沿线的亚太区域、中亚区域、非洲区域、西亚北非区域、欧洲区域、大洋洲区域共涉及64个国家布局了完善的营销网络，设有180家一级经销商，24个办事处，100个服务备件中心。

图 17：公司 2017-2021 海内外营收情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：公司 2017-2021 海内外毛利变动情况（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.5. 第五阶段（2022- 至今）逐步走到世界舞台中央，向上空间充足

多轮驱动+走向海外，公司抗周期能力提升。2021年下半年开始，工程机械行业受周期性影响，国内需求整体呈现下滑趋势，公司整体营收略有下降，但归母净利润回升，我们认为原因在于：

1) 2022 年吸收徐工有限，完善工程机械设备整体布局。2022 年公司吸收徐工有限后，将挖掘机械、混凝土机械、矿业机械、塔式起重机等高毛利工程机械生产配套资产整体注入上市公司，产业结构进一步得到优化，从起重机械为主更替为多轮驱动，由此公司抗周期能力增强，整体毛利率回升至 20%。

2) 持续走向世界，公司海外营收占比接近一半，熨平国内周期影响。从 2021 年下半年开始，工程机械行业受周期性影响国内需求整体呈现下滑趋势，但通过前期的技术积累与销售渠道的扩展，行业迎来了海外的机遇。2022 年我国工程机械产品出口贸易额同比+30.20%，公司海外营收也因此原因持续增加，海外营收占比从 2021 年 15% 上升至 2023 年的 40%。

图 19：2019-2024 前三季度公司营收及 yoy



资料来源：wind，天风证券研究所

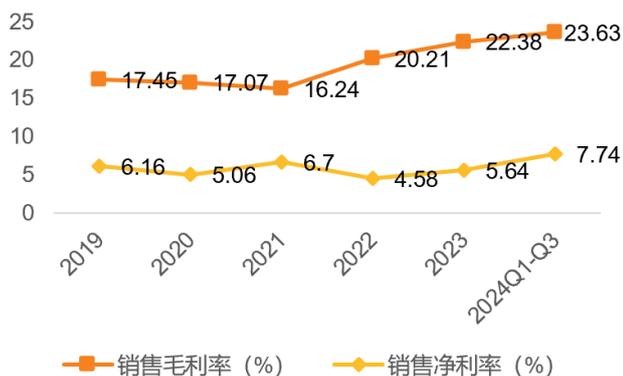
图 20：2019-2024 前三季度公司归母净利润及 yoy



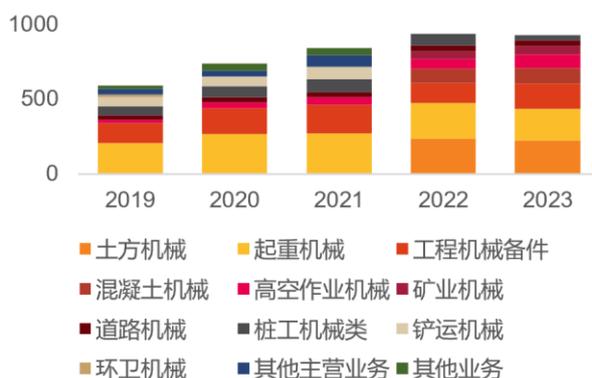
资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：2019-2024 前三季度公司毛利率及净利率变动情况

图 22：2019-2023 公司产品结构变动情况（单位：亿元）

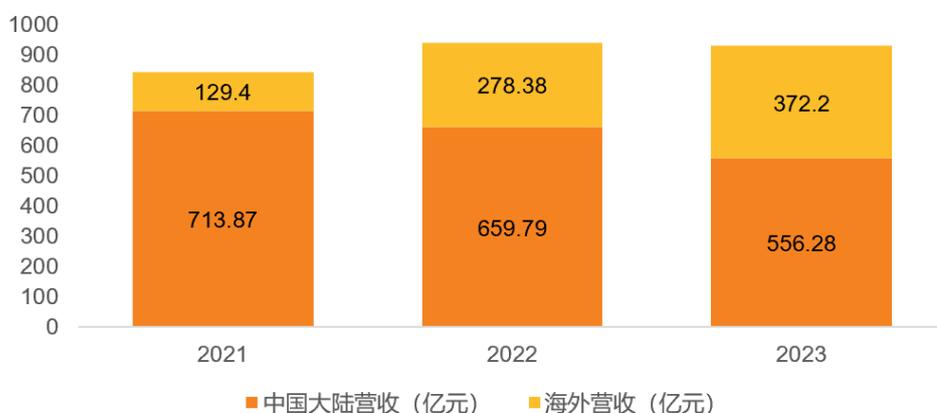


资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

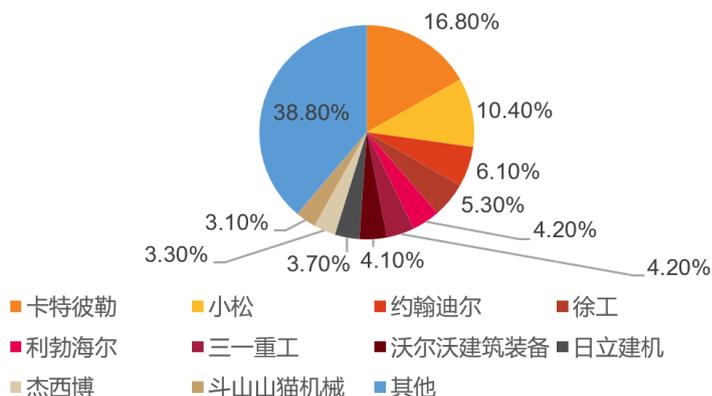
图 23: 2021-2023 徐工分地区营收情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

**对比全球龙头，徐工向上空间依旧充足。**根据 2024 年 KHL 全球工程机械榜单内容，2023 年徐工销售额占全球工程机械比重为 5.30%，较全球工程机械龙头卡特彼勒（占比为 16.80%）、小松（占比为 10.40%）、约翰迪尔（占比为 6.10%）仍有一定差距，徐工全球化空间仍然充足。

图 24: 2024 全球工程机械主要企业在 2023 年的市场份额



资料来源: mysteel, KHL, 天风证券研究所

开展股权激励激发员工动力，长期绑定核心中高层利益。2023 年公司发布公告，向公司董事、高级管理人员、中高层管理人员、核心技术及业务人员在内共计不超过 2,000 人进行股权激励。激励对公司 2023-2025 年公司业绩提出要求，以净利润进行计算，要求公司 2023-2025 年净利润分别为 53、58、65 亿元，期间 CAGR 为 10.74%。

图 25：公司股权激励限售要求

解除限售期	业绩考核目标
首次及预留授予的限制性股票第一个解除限售期	① 2023年度净资产收益率不低于9%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平； ② 2023年度净利润不低于53亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平； ③ 2023年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的30%。
首次及预留授予的限制性股票第二个解除限售期	① 2024年度净资产收益率不低于9.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平； ② 2024年度净利润不低于58亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；或2023-2024年净利润累计值不低于111亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平； ③ 2024年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的30%。
首次及预留授予的限制性股票第三个解除限售期	① 2025年度净资产收益率不低于10%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平； ② 2025年度净利润不低于65亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；或2023-2025年净利润累计值不低于176亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平； ③ 2025年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的30%。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 挖机：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

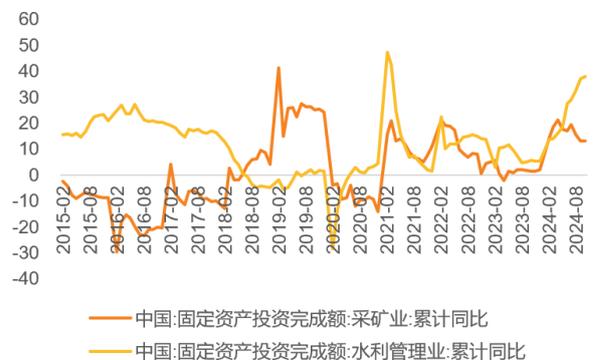
国内工程机械行业经历下行调整后有望逐步进入上升通道，公司有望显著受益周期上行。  
**下游端：**作为挖掘机应用的两大下游，基础设施建设和房地产持续承压，基础设施建设投资和房屋新开工面积截至 10 月累计同比分别为+9.35%、-22.6%，我们认为两者恢复仍有待时日。但同时挖掘机应用的其他主要下游如采矿业、水利业等今年以来的表现较好，截至 10 月采矿业固定资产投资完成额和水利管理业固定资产投资完成额累计同比分别为+13.2%、+37.9%，相比 23 年全年的+2.1%、+5.2%改善明显，我们认为其后续或将拉动挖机需求改善。

图 26：基础建设投资与房屋新开工面积情况（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 27：采矿业、水利管理业固定资产投资完成额情况（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

**开工端：**根据今日工程机械，11 月份中国工程机械市场指数即 CMI 为 105.39，同比增长 3.62%，环比增长 2.50%，高于收缩值，市场短期内稳定发展，仍处于下半年周期性旺季。同时中国地区小松挖掘机开工小时数连续三个月正增长，10 月开工小时数 105.3，同比+4.3%，标志内需或筑底转好。

图 28：2022 年至今 CMI 表现情况



资料来源：今日工程机械公众号，天风证券研究所

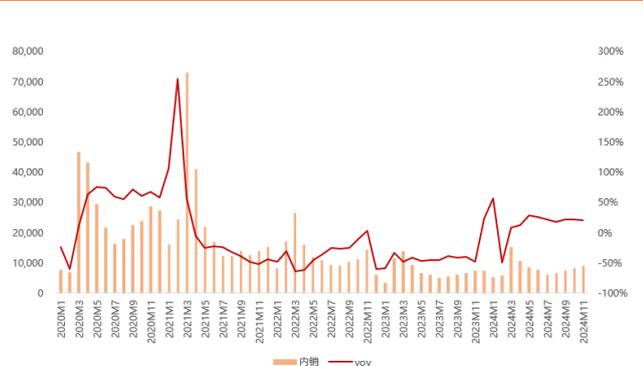
图 29：中国地区小松开工小时统计



资料来源：今日工程机械公众号，我的钢铁网，天风证券研究所

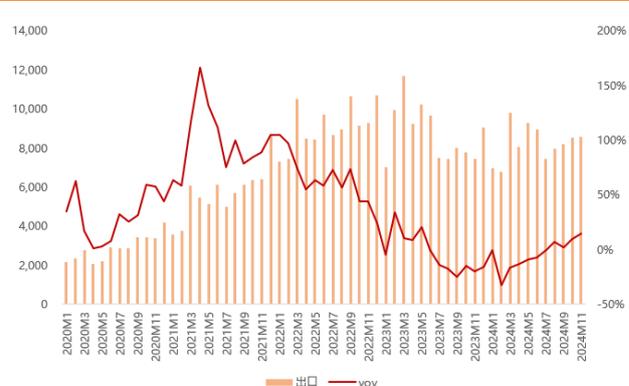
**销量端：**挖机内销数据连续 9 个月实现正增长，出口来看 8 月出口转正后连续 4 月实现正增，后续有望延续回暖表现。

图 30：2020 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

图 31：2020 年至今挖掘机出口销售情况（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 32：上海发布《上海市鼓励国二非道路移动机械更新工作方案》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

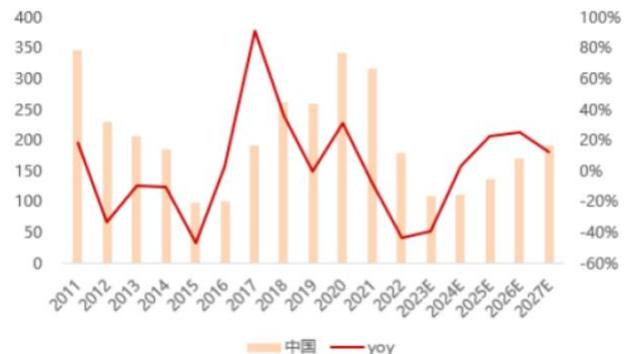
2020 年国内工程机械市场一度高达 2362 亿元, 成为当年全球最大的工程机械市场; 而后随国内房地产政策的趋严, 工程机械需求下滑; 根据 Off-Highway Research 预测, 国内工程机械市场在今年逐步回暖, 27 年市场规模有望达 192 亿美元, 24-27 年 CAGR 为 19.73%。公司经营表现则有望与周期上行共振。

图 33: 中国工程机械销售预测 (台)



资料来源: Off-Highway Research, 天风证券研究所

图 34: 中国工程机械销售额预测 (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 年我国出口国别 (地区) 前 20 国家

国别 (地区)	出口额 (万美元)	同比 (%)
---------	-----------	--------

俄罗斯联邦	605834	66.5
美国	427945	-7.51
印度尼西亚	230965	-15
日本	183433	-7.41
澳大利亚	179514	-2.95
印度尼西亚	177998	20.3
巴西	145727	-4.87
比利时	126238	-13.2
沙特阿拉伯	123976	37.8
土耳其	113480	88
韩国	103826	-7.21
泰国	103067	-9.72
荷兰	96578	30.8
越南	92926	-35.7
菲律宾	92857	4.94
马来西亚	92078	10.8
墨西哥	91602	62.9
阿联酋	87425	51.7
英国	85863	-6.29
加拿大	84243	-5.7

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 35：中国挖机出口销量占比（左轴，单位：台）由 2020 年的 10.6% 提升至 2023 年的 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

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。

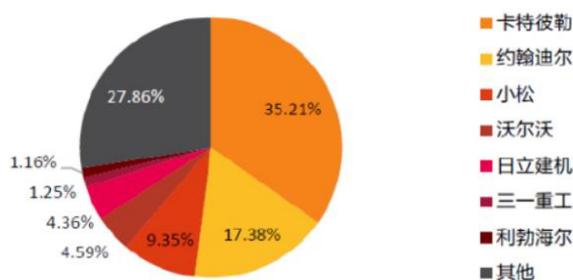
2) 切入路径：虽国内工程机械产品出口美国仍存在 25%的关税壁垒，但国内产品的成本优势明显，头部厂商仍具备较大的利润空间；此外，国内厂商在美国及拉丁美洲的生产基地产能逐渐释放，可以有效规避关税的限制。美国企业虽在北美洲占据主导地位，但参考日本与欧洲企业在北美已经拿到超过 600 亿元的市场份额，国内工程机械企业仍有较大提升空间。

**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。

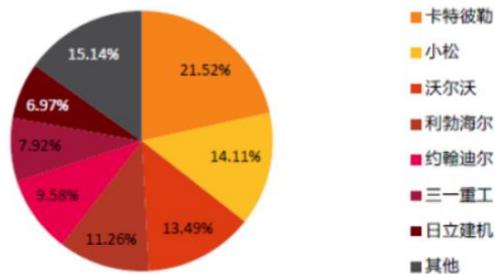
图 36：2022 年北美工程机械主机厂市占率情况



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

注：根据 Off-Highway Research 数据计算

图 37：2022 年欧洲工程机械主机厂市占率情况



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

注：根据 Off-Highway Research 数据计算

### 3. 矿机：流动性松绑带动矿山资本开支增加，公司矿山机械进入龙头企业供应链

#### 3.1. 矿山机械行业梳理：铲装&运输为最核心环节

设备购置费用占矿山总投资三成，采矿为其中最大价值量环节。根据《凤凰山铁矿项目投资效益分析》薛松，建设工程、设备购置及其他分别占矿山投资的 46.81%、26.89%、26.30%。若按流程分，采矿工程、选矿工程及尾矿工程分别占生产过程投资的比重为 75.69%、20.60%、3.71%。

图 38：设备购置投资占矿山总投资比重为 26.89%

图 39：采矿工程占主要生产过程投资比重为 75.69%



资料来源:《凤凰山铁矿项目投资效益分析》薛松, 天风证券研究所

资料来源:《凤凰山铁矿项目投资效益分析》薛松, 天风证券研究所

**铲装运输为采矿工程中心环节, 决定矿山生产能力。**采矿环节主要包括穿(钻)孔、爆破、铲装与运输、排岩工程等工序, 其中铲装与运输工作是露天开采生产过程的中心环节, 其工艺及其生产能力在很大程度上决定着开采方式、技术面貌、矿床的开采强度和最终的经济效果。换言之, 铲装运输的实际生产能力, 基本就是矿山的生产能力。

**铲装设备主要指挖掘机, 其可进一步区分为机械式挖掘机和矿用液压挖掘机。**

1) 机械式挖掘机、采用机械方式传动, 具有挖掘力均匀稳定、作业范围大、单位能耗低、维护成本低、整机寿命长等优点, 但整机价格相对较高, 因其节能、高效、全生命周期使用成本低等优点, 为大型露天矿山的主力开采设备。

2) 矿用液压挖掘机采用液力传动, 具有设备体积小、重量轻、机动灵活性好、整机价格低等优点, 但挖掘力波动大、作业范围小、单位能耗高、维护成本高、整机寿命短、关键件国产化率低, 因其灵活的特点, 一般用于电力设施不完善或频繁更换工作面的开采工况。

图 40: 矿用液压式挖掘机

图 41: 机械式挖掘机



资料来源:《机械式挖掘机与矿用液压挖掘机使用成本对比分析》康贵红, 天风证券研究所

资料来源:《机械式挖掘机与矿用液压挖掘机使用成本对比分析》康贵红, 天风证券研究所

**矿用挖掘设备市场空间广阔, 国内企业全球市占率低。**根据 Verified Market Reports, 2023 年采矿挖掘机市场规模为 126 亿美元, 预计到 2030 年底将达到 176 亿美元, 预测期内复合年增长率为 4.9%。竞争格局方面, 目前生产大型矿用液压挖掘机的制造厂商主要集中在德国、日本和美国等工程机械制造强国, 著名的生产企业有卡特彼勒、利勃海尔、小松以及日立等公司, 呈现“四足鼎立”的态势。在 2010 年前, 四大厂商基本都建立了较为完整的从 200 t 级到 800 t 级的矿用挖掘机系列化产品, 且技术水平基本相当, 自成体系, 都能够快速完成装载循环。

表 3: 国外矿用液压挖掘机在国内的应用情况

制造商	型号	用户	数量/台	投产年份
日立	EX2500	满洲里	2	2013
		神华胜利北电	2	2008

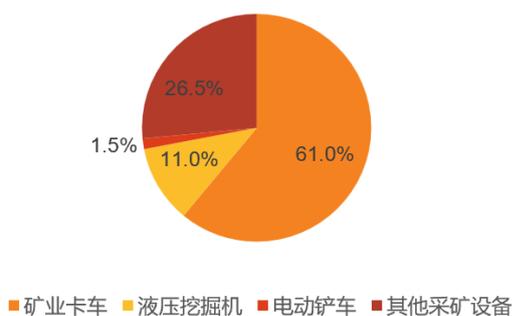
太重	WYD260	准格尔哈尔乌素	1	2012
	R9250	云南华联锌铟	2	2013
利勃海尔	R9350	包钢巴润铁矿	5	2009
		本钢	1	2010
日立	EX3600	大唐锡林浩特	2	2009
		魏家卯	1	2012
卡特	6040	唐钢研山铁矿	2	2010
		大唐锡林浩特	2	2012
小松	PC5500	巴润铁矿	2	2013
日立	EX8000	伊敏	1	2013

资料来源：矿山机械杂志公众号，天风证券研究所

**运输设备主要包括矿用汽车与宽体车。**根据 Market Monitor Global，2021 年全球矿用运输机械市场的销售额达到了 615 亿美元，预计到 2028 年将达到 743.7 亿美元，年复合增长率（CAGR）为 2.32%。在地区层面上，南美市场在过去几年发展迅速，2021 年的市场规模为 53.844 亿美元，占全球市场的 8.75%，预计到 2028 年将达到 109.109 亿美元，占比将达到 14.67%。在消费方面，北美地区目前是全球最大的消费市场，占 2021 年市场份额的 28.38%，紧随其后的是欧洲和澳大利亚，分别占有 26.86%和 11.94%。预计未来几年，南美地区的增长速度最快，2022-2028 期间的复合年增长率约为 10.53%。

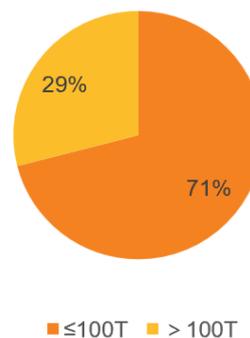
**采运设备数量比例约在 6: 1。**根据 GlobalData 估计，截至 2023 年底，全球露天矿业设备机队总数为 153,277 台，其中矿业卡车占 61%，液压挖掘机占 11%，电动铲车占 1.5%，其他采矿设备占 26.5%。有效载荷方面，载荷小于 100 吨的矿用卡车是市场主流，约占矿卡整体市场的 71%。

图 42：2023 年底采矿设备占比



资料来源：GlobalData，全球智慧矿业创新研究院公众号，天风证券研究所

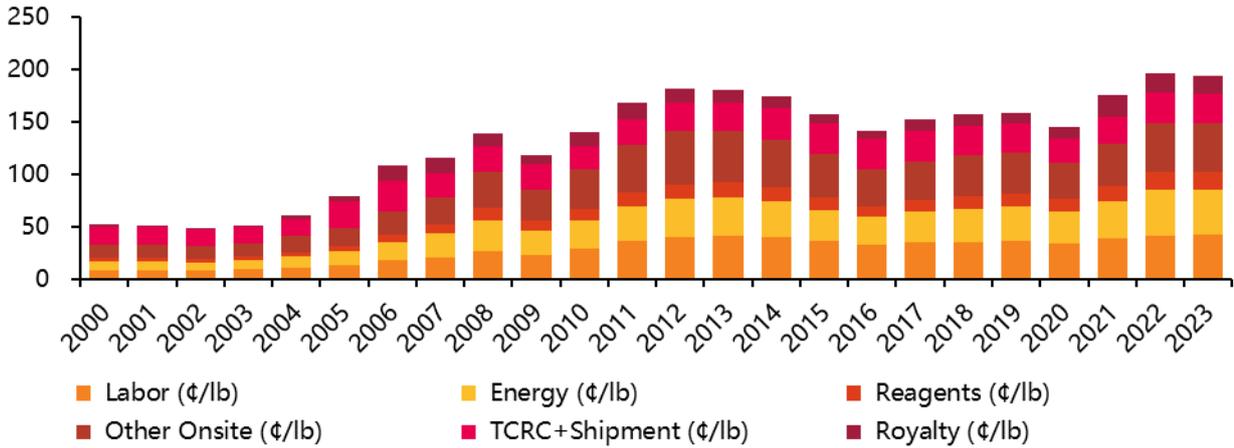
图 43：按载荷分，矿用卡车占比



资料来源：GlobalData，全球智慧矿业创新研究院公众号，天风证券研究所

**矿用汽车未来趋势之一：走向电动化、无人化，国内企业有望弯道超车。**根据标普，铜矿成本可进一步拆分为人力、能源、试剂、其他现场成本、运费以及特许权使用费。其中，人力与能源占比约 50%。伴随着矿石开采成本日益上升，行业未来或加速向快数字化、智能化、电动化、绿色化转型升级。

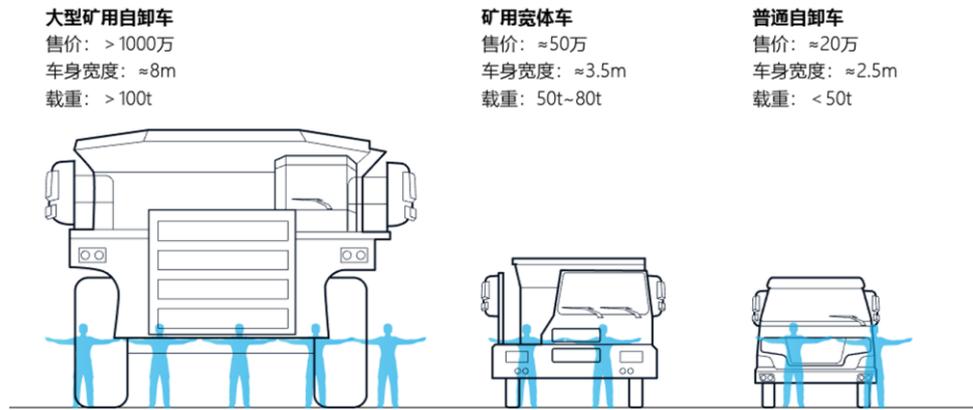
图 44：人力、能源为铜矿主要成本来源



资料来源：标普，天风证券研究所

**矿用车未来趋势之二：高性价比宽体车或挤压矿用运输车辆市场空间。**宽体矿车，又称非公路宽体自卸车，是一种专为矿山、大型工程等特殊工况设计制造的重型运输车辆。这种车型结合了重型卡车和工程机械的特点，在设计上着重强调了承载能力、稳定性和耐用性，以及在恶劣环境下的高效作业性能。宽体矿车通常具有较宽的车身和巨大的载重吨位，能够适应崎岖不平、松软或者泥泞的非公路地形条件，特别适合于露天煤矿、金属矿、砂石矿、建材矿等场合进行物料的短途运输。它们拥有高强度的底盘结构、大容量的车厢、以及高度自动化的控制系统，以确保在极端环境下仍能保持高效率、高安全性地运行。根据中国工程机械工业协会工程运输机械分会，

图 45: 矿用自卸车、矿用宽体车与普通自卸车对比



资料来源：《三一重装矿用宽体车工业设计》 刘思尧，天风证券研究所

### 3.2. 流动性松绑背景下看好铜价回升，带动上游矿山机械厂商

#### 3.2.1. 铜价复盘：流动性宽松叠加国内需求恢复，引领疫情后铜价中枢抬升

自 2000 年以来，铜价经历过多次上涨与下跌周期，供需因素影响明显，金融危机、新冠疫情等事件也使得铜价走势产生明显波动。我们对历史铜价进行复盘：

2001-2006：中国加入 WTO 带动铜需求大幅增长，期间铜供给增长缓慢，铜价大幅上升。

2008-2009：次贷危机爆发，各国经济受到冲击，铜价断崖式下滑。

2009-2011：次贷危机后多项刺激政策相继出台，全球流动性宽松带来铜价止跌回升。国内出台 4 万亿刺激计划扩大内需，基建投资带动下铜价受到正向提振。

2011-2016：铜矿产能步入释放周期，全球铜市供过于求现象突出，国内经济增速放缓，下游消费市场疲软，铜价持续下行。

2016-2018：全球经济复苏，铜价阶段性触底反弹，国内供给侧改革以及环保政策趋严加剧供需缺口的扩大，铜价螺旋上升。

2018-2020：受贸易摩擦影响，大宗商品市场预期悲观，铜等大宗商品价格普遍下跌。

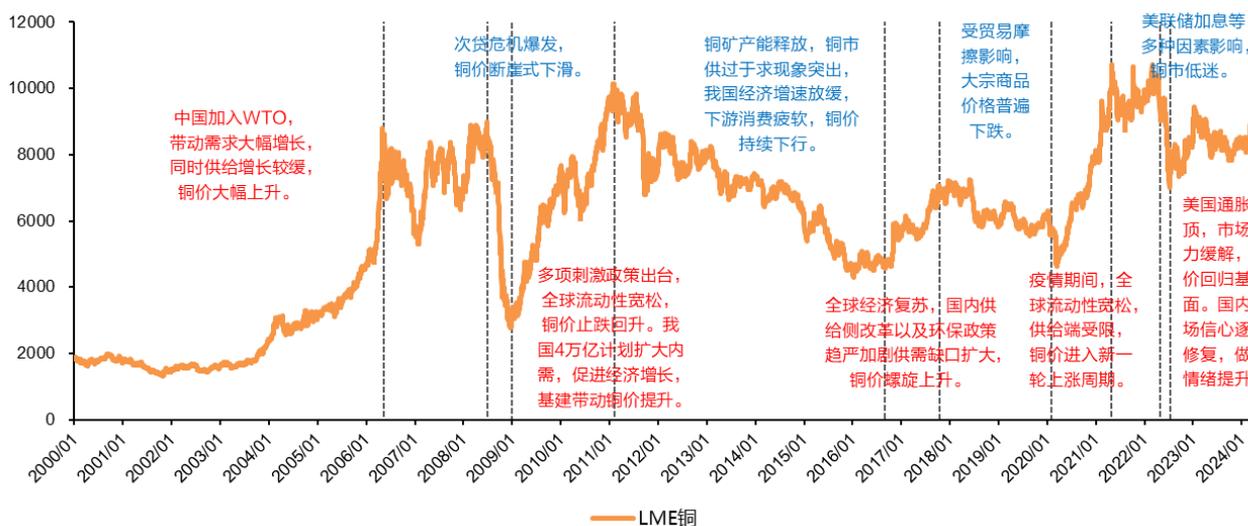
2020-2021：疫情期间，全球流动性宽松叠加供给端受限，铜价进入新一轮上涨周期。国内企业复工复产，叠加财政刺激计划和宽松货币政策，下游需求恢复，铜价跌幅收复。

2022：美联储加息下美元飙升、以欧洲为中心的全球能源危机、中国经济低迷等多种因素影响下，铜市低迷。

2022.7 以来：美国通胀数据出现见顶迹象，市场紧缩压力得到缓解，铜价逐渐回归基本面。国内在“稳增长”等利好政策刺激下，市场信心逐渐修复，做多情绪进一步提升。

**展望后市，伴随着美元进入降息周期，我们预计铜价或将进一步抬升，带动铜矿行业资本开支上行，最终带动矿机设备端实现增厚利润。**

图 46：铜价走势复盘（美元/吨）



资料来源：同花顺 ifind，证券市场周刊公众号等，天风证券研究所

图 47：铜价（左轴，单位：美元/公吨）与美元指数（右轴）对应关系

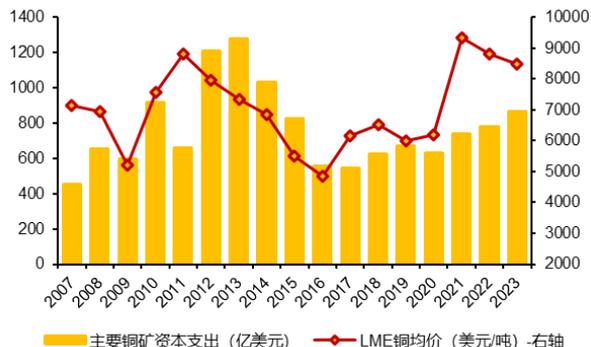


资料来源: wind, 天风证券研究所

### 3.2.2. 铜价上升带动行业资本开支增加, 设备端有望受益

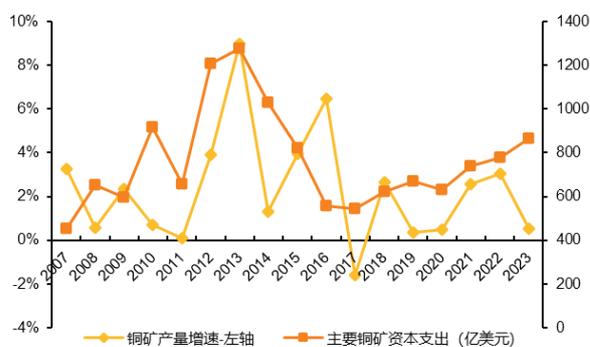
铜价上升带动行业资本开支增加, 最终传导至设备端。复盘 2007-2023 年的铜价与铜企资本开支, 可得铜价上升带动铜企增加资本开支, 继而传导至上游的设备厂商。

图 48: 铜价通常领先于铜企资本开支



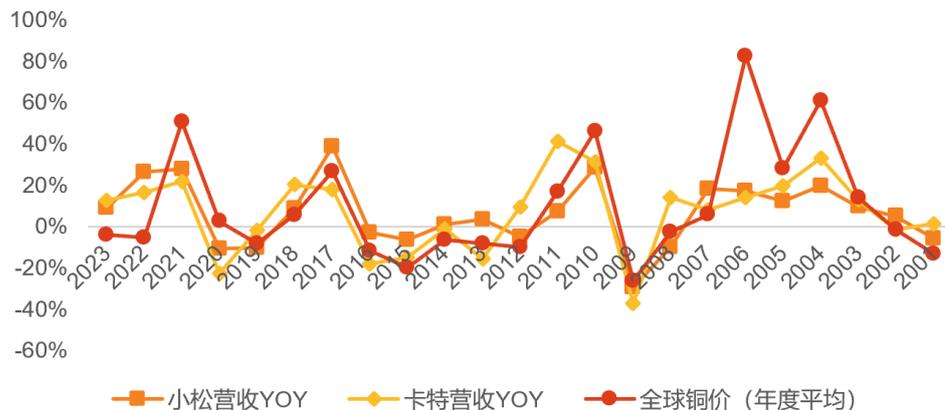
资料来源: 彭博, Wind, 天风证券研究所

图 49: 铜矿产量跟随铜企资本支出



资料来源: 彭博, Wind, 天风证券研究所

图 50: 小松、卡特及全球铜价（年度平均）变动关系



资料来源: 彭博, wind, 天风证券研究所

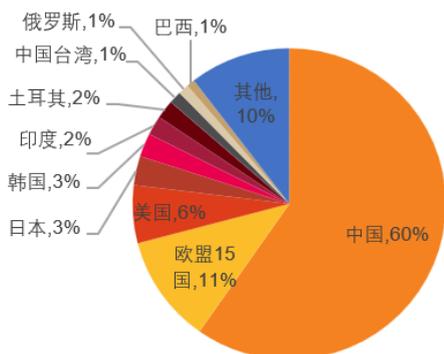
### 3.2.3. 需求侧: 传统需求韧性较强, 新兴需求持续增长

全球铜消费中国占比较大, 下游需求集中度较高。2023 年, 全球精铜消费量 2701.3 万吨, 同比+4.6%。中国精铜消费量 1613.1 万吨, 占全球总消费量的 59.7%。欧盟/美国分别占比 11%/6%, 日本/韩国/印度等国分别占 1%-3%。全球铜市场需求集中度较高。

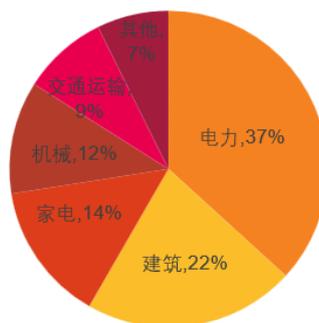
从下游应用领域看, 电力/建筑/家电为前三大需求领域, 2021 年分别占比 36.8%/21.5%/14.2%。

图 51: 2023 年全球铜消费分布中国占比约 60%

图 52: 2021 年全球铜市场下游需求集中度较高



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 研精毕智市场调研网公众号, 天风证券研究所

**23 年全球制造业 PMI 偏弱，低基数下需求有望改善。**2023 年，全球制造业 PMI 基本处于 50% 的荣枯线之下，对铜的需求形成明显压制。此外各主要经济体走势有所分化：美国制造业 PMI 在 2022 年 10 月以来围绕荣枯线上下波动；欧元区制造业 PMI 连续处于收缩区间，制造业持续低迷，2023 年四季度以来虽呈现回升态势，依然明显处于荣枯线以下。国内 PMI 整体持稳运行，一季度景气水平明显提升，经济修复加快，四季度受需求指数影响 PMI 有所下滑，制造业生产仍然保持扩张。

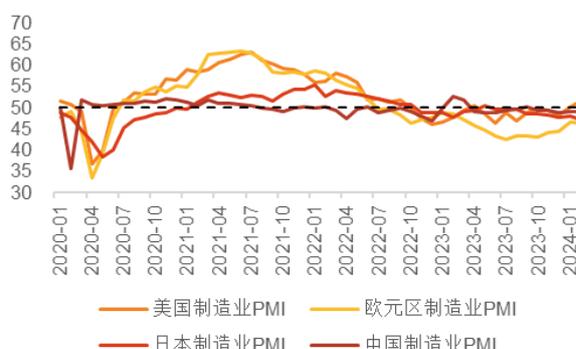
进入 2024 年，受益于订单增长强劲，美国制造业连续实现增长，2 月制造业 PMI 创 17 个月以来新高。国内在新能源行业（新能源汽车、电池和可再生能源）的带动以及经济托底政策（债券、信贷和股权）的配合下，经济逐渐稳定，PMI 亦有回升趋势。当前全球制造业 PMI 重回 50 以上，铜需求预期有望持续改善。

图 53: 2023 年全球制造业 PMI 基本处于荣枯线之下



资料来源: 同花顺 ifind, 天风证券研究所

图 54: 主要经济体制制造业 PMI 走势有所分化



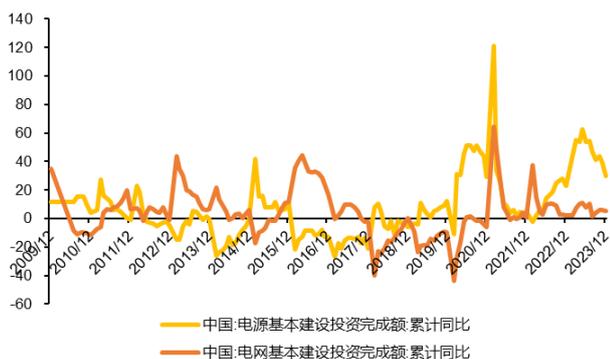
资料来源: 同花顺 ifind, 天风证券研究所

**传统需求方面，电力是国内铜下游第一大应用领域，清洁能源和特高压带来增长空间。**电力行业消费铜主要包括发电端、输变电和配电等领域，主要用于电线电缆、发电机组、变压器、变电站和配电站设备等，尤其以电线电缆用铜最多。

**电网投资维持高位，对铜需求形成托底。**2023 年国家电网加大投资，投资额达 5275 亿元，同比+5.3%。全年国内电源/电网投资累计增速分别为+30.1%/+5.4%。整个十四五期间，国网和南网的投资规模将超过 3 万亿元，预计近几年电网投资将维持高位。

图 55: 2023 年国内电源及电网投资维持高增长 (%)

图 56: 国内电网基本建设投资完成额连续增长 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

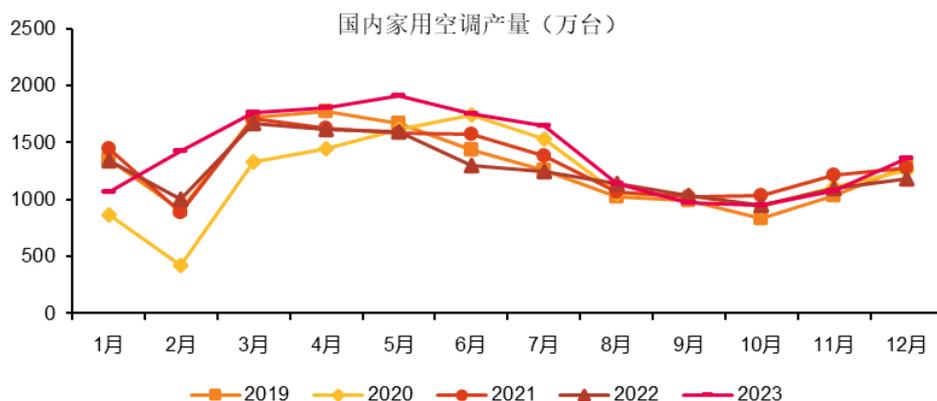


资料来源: wind, 天风证券研究所

**家电为铜第二大下游应用领域，空调产量扩张提升铜消费量。**家电行业中空调铜消耗量约占 80%，为主要耗铜领域。2023 年，家用空调产量 16869.2 万台，同比+11.1%，内销 9959.7 万台，同比+13.8%，出口 7084.4 万台，同比+7.8%。内需方面，2023 年上半年，在 2022 年的积压需求集中释放及夏季高温天气作用下，国内空调市场 2-7 月出货量同比高增，下半年恢复周期性调整。出口市场也呈现一定周期性规律，随着供需两端恢复常态、海运价格下调以及全球性高温，海外市场需求持续恢复，2023 年 3 月出口市场出现峰值，并且由于二季度海外去库存成果显现，出口增速于 5 月转正，到 12 月连续维持正增长，出口量在 12 月再次冲高。

**国内需求有所走弱，出口利好因素较多。**对于 2024 年需求，国内方面由于消费者购买力较弱，且伴随地产行业的周期性下行，消费者配置或更新家电的意愿有所走弱，对需求有所抑制。但中长期维度下基于国内大家电渗透率仍有提升空间，叠加存量需求的提升，国内需求仍然有望迎来抬升。出口方面，2023 年三季度以来海外渠道商、上市公司库销比已延续同比回落，高库存水位已逐步去化，同时家电卖场销售在低基数的效应下出现同比回升，需求呈现拐点。补库需求及市场需求修复预计有望在 2024 年上半年带动家电出口增长。

图 57: 2023 年国内家用空调产量同比增长 11.1% (万台)



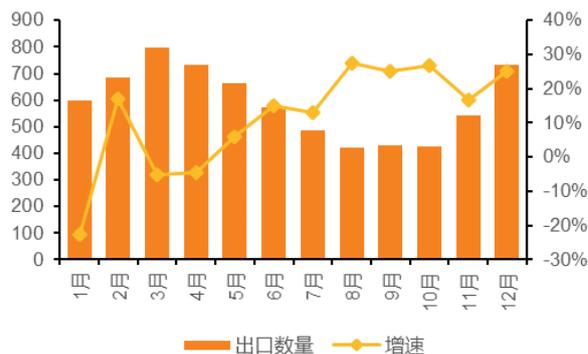
资料来源: 钢联, 天风证券研究所

图 58: 2023 年国内空调市场 2-7 月出货高增 (万台)

图 59: 2023 年出口空调市场 5 月以来增速转正 (万台)



资料来源：钢联，天风证券研究所

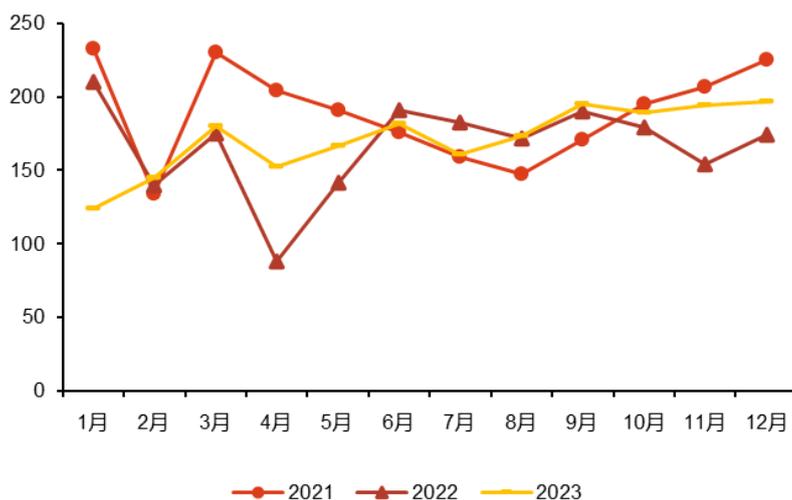


资料来源：钢联，天风证券研究所

**交通运输为铜第三大下游应用领域，汽车零件为用铜主力。**我国交通运输业主要用铜包括：汽车的变速箱齿轮、油气管路、电力及信号线缆、铜质零配件，以及新能源汽车动力电池和发电机等；轨道交通供电线缆、供电和用电设备等；船舶用螺旋桨、电缆、耐蚀铜管等；工程车等专用车辆、摩托车等其他车辆；交通基础设施用铜等。其中，汽车的产量规模大，是交通运输行业用铜的主力。

**传统车产量增长有限，新能源汽车拉动铜需求快速增长。**2023 年国内传统汽车销量 2060 万辆，同比+3.1%。在国家及地方政策推动下，加之地方购车促销活动等措施延续，市场需求逐步释放，“金九银十”效应重新显现。11 月以来，汽车市场发展良好，叠加年末车企冲量，汽车市场向好态势超出预期，产销量创历史新高。但由于新能源车对传统汽车的替代，预计未来传统车产量增长空间有限。十三五以来交通运输行业领域整体年均铜消费增速约为 1.9%，较十二五期间下降约 3.5pct，年均增速变化呈稳中有降趋势。十四五期间，国内新能源汽车爆发式增长，由于其单位用铜量是传统燃油车的 4 倍左右，加之配套的充电桩还将额外带来铜需求增长，将带动交通运输领域的铜需求快速提升。

图 60：2023 年国内传统汽车销量同比增长 3.1% (万辆)



资料来源：wind，天风证券研究所

**新兴需求方面，光伏装机超预期，铜需求预计将较快增长。**2022 年，国家发改委、国家能源局发布的《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》指出，至 2030 年，风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上目标。预计在“双碳”目标下，我国新增风光装机量将保持较快增长。光伏用铜主要用于光伏焊带、连接器、电缆和逆变器等，其中铜带作为太阳能导电导热材料，是光伏发电设备重要结构。国际铜业协会数据显示，光伏装

机用铜量为 0.4 万吨/GW。但由于光伏行业发展迅速，电线电缆企业快速涌入，铝合金芯的应用逐渐增多，光伏系统中铜单耗或将逐渐呈现下降趋势。

2023 年以来在光伏电站投资经济性及环境效益提升的驱动下，光伏新增装机量大幅增长。2023 年全年国内光伏新增装机 216GW，同比+151%；国内光伏组件产量 523GW，同比+89%。光伏装机高速增长将使铜需求快速增长。据有色金属工业网预测，2024 年国内光伏新增装机容量为 210GW，假设分布式光伏和集中式光伏比例维持 6：4，海外组件的国内出口比例为 80%，国内光伏行业用铜量将达 84 万吨，约占国内铜总需求量的 5.6%。

图 61：2023 年国内光伏新增装机量增长达 151% (GW)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 62：2023 年国内组件产量增长 89% (GW)



资料来源：钢联，天风证券研究所

**风电发展迎来转折，铜需求存在良好支撑。**风力发电用铜主要集中在发电机、变压器、电缆、齿轮箱和塔筒电缆等。陆上风机通过集电器电缆相连至变电站后，再连接到电气和输电网；海上装机通过集电器电缆连至海上升压站后，再通过配电电缆连接至地面变电站，每 GW 装机容量用铜量高于陆上风电。根据国际铜业协会数据，海上风电装机容量用铜 0.68 万吨/GW，陆上风电装机容量用铜 0.28 万吨/GW。

2023 年，风电增长筑底反弹，海风重回高速建设，新增装机容量 75.7GW，同比+101%。十四五将成为风电发展的关键时期，2024 年随着大基地项目加快建设，海洋经济发展成为国家重点工作，风电新增装机有望创历史记录。按 2024 年国内新增风电装机容量 75GW，陆上风电和海上风电新增装机分别为 65GW 和 10GW 测算，预计风电新增装机用铜量将达到 25 万吨左右，占国内铜需求比重约 1.7%。

图 63：国内风电新增装机量筑底反弹 (GW)



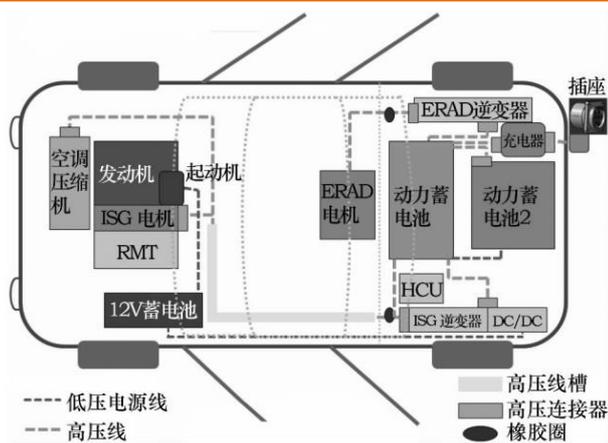
资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所

**受益于新能源车电动化，单车用铜量显著提升。**新能源车用铜量高于传统汽车，电机内部

大量使用电阻及铜圈，连接器、锂电铜箔和线束成为用铜增量来源，与之关联的新能源车充电桩也成为助推铜需求增长的重要领域。据国际铜业协会和 IDTechEx 数据，目前纯电动乘用车平均单车用铜量约为 83 千克，达传统燃油车的 3-4 倍。在锂电池储能系统中，锂电铜箔用量约为 0.63 千克/千瓦时。

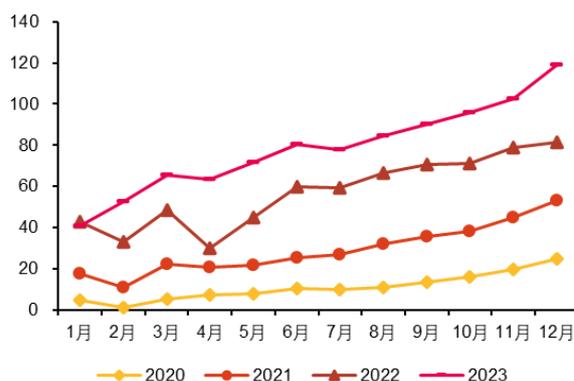
**新能源车产销维持高景气度，对铜需求形成有效补充。**在年初新能源补贴退坡以及燃油车降价抢占市场份额的背景下，2023 年国内新能源汽车销量 944.8 万辆，同比+37.5%，行业依然维持了较高的景气度。据有色金属工业网预测，假设 2024 年国内新能源汽车销量为 1100 万辆，则新能源汽车用铜量将达到 91 万吨，占铜需求比重约 6.1%。

图 64：混合动力汽车高压部件布局图



资料来源：《新能源汽车混合动力系统整车高压线束设计》张春梅，天风证券研究所

图 65：国内新能源汽车销量维持高景气度（万辆）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.3. 公司产品线齐全&可靠性比肩外资，已成功向世界级高端矿企交付装备

**矿用挖掘机方面：矿用挖掘机产品线齐全，率先布局具备先发优势。**公司自 2010 年起从 70 吨、90 吨矿用挖掘机起步，迈开了自主研发大吨位挖掘机的脚步并持续研发升级，目前已经具备 300-700 吨矿用挖掘机生产交付能力，在矿用挖掘机产品布局方面已与国际一线龙头处于同一梯队。

表 4：徐工及全球挖机龙头各吨位布局

	300 吨	400 吨	500 吨	700 吨	700 吨以上
小松	√	√	√	√	×
卡特彼勒	√	√	√	√	√
利勃海尔	√	×	×	×	√
日立建机	√	√	√	√	√
徐工	√	√	√	√	×

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

**公司部分矿挖可靠性比肩顶级外资，向世界级高端矿企成功交付设备。**可靠性为矿山设备核心指标，分吨位来看：1) 125 吨矿用挖掘机：截至 2024 年 09 月，公司 125 吨挖掘机在西北某矿场连续作业超过 2 万小时；2) 400 吨矿用挖掘机：公司 XE4000 矿用挖掘机于 2015 年正式下矿，负责煤矿开采的挖掘工作，截至 2023 年 08 月，XE4000 已经连续作业 8 年，累计运行 4 万多小时，可用率能达到 95%；3) 700 吨矿用挖掘机：自 2019 年 10 月，首台 700 吨矿用挖掘机成功下矿后，截止至 2023 年 6 月，经过 1.5 万小时可靠性试验，已实现成功交付。此外，公司 XE5600 顺利交付世界知名矿业公司，实现突破，我们认为伴随公司成功进入世界级高端矿企设备供应链，有望在高端市场加速渗透。

图 66：公司 XE5600 超大型挖掘机



资料来源：今日工程机械公众号，天风证券研究所

与力拓、福德士河签订协议，矿用卡车进入全球铁矿龙头供应链。根据公司官网，8月12日，徐工集团与全球最大铁矿石生产商力拓集团在几内亚首都科纳克里，共同签署全球合作框架协议并签署了几内亚矿山项目工作任务书，携手共助全球最大未开发铁矿——西芒杜（Simandou）项目矿山开采。合约内容包括数十台 230 吨矿用卡车、350 马力及 550 马力大型矿用平地机，合同总金额近 8 亿元。11 月 26 日，公司与全球铁矿龙头福德士河（Fortescue）签订 30 亿人民币的潜在绿色矿山设备供货合同，彰显公司绿色矿山设备在全球范围内的竞争力，未来有望持续提高相关营收。

图 67：XDR80TE 纯电矿车



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 68：XE4000E 新能源挖掘机



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；此外，未来公司矿山机械设备有望持续为业绩带来增量；因此我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 937.30、1019.71、1156.33 亿元，yoy 分别为+0.95%、+8.79%、+13.40%；归母净利润分别为 62.62、81.57、107.19 亿元，yoy 分别为+17.55%、+30.27%、+31.41%。

表 5：公司未来 3 年营收拆分

报告期（单位：百万）	2022	2023H1	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>	<b>93,817.12</b>	<b>51,277.63</b>	<b>92,848.23</b>	<b>49,632.27</b>	<b>93,730.14</b>	<b>101,971.17</b>	<b>115,633.49</b>
YOY	-19.67%	-4.78%	-1.03%	-3.21%	0.95%	8.79%	13.40%
毛利率	20.21%	22.86%	22.38%	22.89%	23.42%	24.59%	26.12%
<b>起重机械</b>							
收入	23859.68	11909.58	21186.81	10096.19	18008.79	18008.79	19809.67
YOY	-28.13%	-13.78%	-11.20%	-15.23%	-15.00%	0.00%	10.00%
毛利率	19.87%	21.33%	22.60%	21.46%	22.00%	23.00%	24.00%
<b>土方机械</b>							
收入	23638.66	13000.24	22560.39	13907.67	24139.62	26553.58	30536.62
YOY	-24.84%	-6.43%	-4.56%	6.98%	7.00%	10.00%	15.00%
毛利率	25.32%	28.83%	25.69%	27.17%	27.00%	28.00%	30.00%
<b>混凝土机械</b>							
收入	9501.71	5340.58	10425.45	5156.32	9382.91	9382.91	10321.20
YOY	-14.94%	-7.69%	9.72%	-3.45%	-10.00%	0.00%	10.00%
毛利率	16.34%	18.18%	18.05%	15.48%	18.00%	19.00%	20.00%
<b>桩工机械类</b>							
收入	7769.85		3459.32		3805.25	4185.78	4604.35
YOY	-13.20%		-55.48%		10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	不到 20%		21.00%		22.00%	23.00%	24.00%
<b>高空作业机械</b>							
收入	6550.18	5115.29	8883.15	4527.02	7550.68	8305.75	9136.32
YOY	31.04%	56.50%	35.62%	-11.50%	-15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	24~25%	30.82%	30.00%	31.25%	32.00%	32.00%	32.00%
<b>矿业机械</b>							
收入	5133.18	4236.01	5860.73	3539.88	9000.00	11700.00	15210.00
YOY			14.17%	-16.43%	32.35%	30.00%	30.00%
毛利率	27~28%	16.44%	18.00%	24.11%	25.00%	26.00%	28.00%
<b>道路机械</b>							
收入	4034.89	2697.90	3818.16	2723.73	3856.34	4049.16	4251.62
YOY	14.04%	73.89%	-5.37%	0.96%	1.00%	5.00%	5.00%
毛利率	不到 20%	23.56%	19.50%	26.94%	27.00%	27.00%	27.00%
<b>工程机械备件</b>							
收入	13328.98	8978.03	16654.22	9681.46	17986.56	19785.21	21763.73
YOY	-33.36%	-27.94%	24.95%	7.84%	8.00%	10.00%	10.00%
毛利率	12.99%	17.31%	18.50%	16.68%	18.00%	20.00%	22.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

可比公司我们选择同属于工程机械赛道的三一重工、中联重科、柳工、山推股份作为可比公司得到可比公司 2024-2026 平均 PE 为 16.81、12.86、10.18X。公司作为唯一连续三年跻身 KHL Yellow Table 全球前三甲的中国工程机械制造商，我们给予公司 2025 年目标 PE

15X，对应目标价 10.35 元，维持“买入”评级。

表 6：可比公司估值

公司代码	公司名称	PE			归母净利润		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026
600031.SH	三一重工	22.96	17.71	13.99	61.65	79.93	101.20
000157.SZ	中联重科	15.35	11.81	9.47	40.75	52.96	66.10
000528.SZ	柳工	14.58	10.86	8.42	15.42	20.70	26.70
000680.SZ	山推股份	14.58	11.35	9.42	9.75	12.53	15.10
<b>可比公司平均</b>		<b>16.87</b>	<b>12.93</b>	<b>10.33</b>	<b>31.89</b>	<b>41.53</b>	<b>52.27</b>
000425.SZ	徐工机械	15.19	11.66	8.87	62.62	81.57	107.19

资料来源：wind，天风证券研究所

注：三一重工、中联重科、柳工、山推股份为 wind 一致预测，徐工机械为公司预测

数据截止时间：2024/12/27

## 5. 风险提示

1. 宏观经济风险：工程机械行业与宏观经济密切相关，宏观经济运行的复杂性、国家经济政策的不确定性都可能给行业的发展带来风险。
2. 市场竞争风险：工程机械行业竞争程度较为激烈，公司必须在优势产品和核心技术上持续保持核心竞争力，并及时优化产业布局，否则有面临市场份额下降的风险。
3. 供应链安全风险：公司部分关键重点零部件和进口的材料采购周期较长，地缘冲突、自然灾害、物流受阻、需求波动等给供应链带来挑战，部分材料和零部件供应商产能和运输受限，供应链安全和经营成本面临一定程度的风险。
4. 汇率波动风险：公司加大海外建厂、开拓海外产品市场多以被投资国币种或美元核算，受到复杂的国际形势影响，未来海外市场及汇率的走势不确定性较高，对公司的收益产生一定影响。
5. 海外拓展不及预期：公司加大海外建厂、开拓海外产品市场，如若海外拓展不及预期或影响公司营收。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	27,826.82	23,371.00	26,403.38	29,006.22	32,556.48	营业收入	93,817.12	92,848.22	93,730.13	101,971.16	115,633.49
应收票据及应收账款	46,477.78	43,657.53	39,658.14	45,317.82	44,619.34	营业成本	74,855.16	72,064.27	71,779.41	76,898.50	85,430.53
预付账款	2,470.57	1,676.81	1,320.13	2,315.18	1,932.02	营业税金及附加	406.30	441.52	376.23	417.33	497.01
存货	35,099.46	32,378.42	31,425.50	32,656.58	33,789.38	销售费用	6,765.50	6,702.49	6,092.46	6,628.13	7,516.18
其他	17,237.05	9,918.42	6,132.11	9,310.83	8,339.05	管理费用	2,284.60	2,705.84	2,436.98	2,855.19	3,469.00
<b>流动资产合计</b>	<b>129,111.68</b>	<b>111,002.19</b>	<b>104,939.27</b>	<b>118,606.64</b>	<b>121,236.27</b>	研发费用	4,082.25	3,999.63	3,561.74	4,384.76	5,203.51
长期股权投资	2,372.83	4,509.96	4,609.96	4,709.96	4,809.96	财务费用	(210.55)	726.01	1,993.56	1,011.43	795.99
固定资产	18,956.27	22,510.29	23,607.82	24,455.35	25,052.88	资产/信用减值损失	(1,130.51)	(1,471.46)	(800.00)	(739.61)	(810.65)
在建工程	2,894.00	2,923.09	2,923.09	2,923.09	2,923.09	公允价值变动收益	(70.29)	178.62	100.00	69.44	116.02
无形资产	7,257.03	7,994.41	10,233.09	12,321.78	14,260.46	投资净收益	194.35	(3.77)	200.00	200.00	200.00
其他	14,487.42	12,996.97	11,812.23	12,260.26	12,600.50	其他	1,557.49	1,864.57	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>45,967.56</b>	<b>50,934.72</b>	<b>53,186.20</b>	<b>56,670.44</b>	<b>59,646.89</b>	<b>营业利润</b>	<b>5,082.83</b>	<b>5,640.50</b>	<b>6,989.74</b>	<b>9,305.65</b>	<b>12,226.64</b>
<b>资产总计</b>	<b>175,085.60</b>	<b>161,994.61</b>	<b>158,125.46</b>	<b>175,277.08</b>	<b>180,883.16</b>	营业外收入	105.47	96.13	100.00	117.73	104.83
短期借款	17,598.22	13,526.32	15,000.00	15,000.00	15,000.00	营业外支出	175.57	59.00	50.00	87.04	92.90
应付票据及应付账款	50,383.24	41,843.97	45,886.42	43,828.49	51,094.31	<b>利润总额</b>	<b>5,012.73</b>	<b>5,677.63</b>	<b>7,039.74</b>	<b>9,336.34</b>	<b>12,238.58</b>
其他	23,599.96	26,287.78	17,073.84	30,838.88	22,644.45	所得税	718.07	441.54	793.65	1,213.72	1,591.01
<b>流动负债合计</b>	<b>91,581.42</b>	<b>81,658.07</b>	<b>77,960.27</b>	<b>89,667.38</b>	<b>88,738.77</b>	<b>净利润</b>	<b>4,294.67</b>	<b>5,236.10</b>	<b>6,246.09</b>	<b>8,122.62</b>	<b>10,647.56</b>
长期借款	15,506.90	12,515.23	13,000.00	13,000.00	13,000.00	少数股东损益	(12.43)	(90.37)	(15.44)	(34.22)	(71.44)
应付债券	2,715.22	1,998.05	2,867.75	3,079.27	2,665.07	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,307.10</b>	<b>5,326.47</b>	<b>6,261.53</b>	<b>8,156.83</b>	<b>10,719.00</b>
其他	5,660.14	3,628.31	2,816.24	3,238.35	3,835.76	每股收益(元)	0.36	0.45	0.53	0.69	0.91
<b>非流动负债合计</b>	<b>23,882.27</b>	<b>18,141.59</b>	<b>18,683.99</b>	<b>19,317.62</b>	<b>19,500.83</b>						
<b>负债合计</b>	<b>120,431.03</b>	<b>104,507.62</b>	<b>96,644.26</b>	<b>108,984.99</b>	<b>108,239.60</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	1,400.60	1,342.31	1,333.05	1,312.52	1,269.66	<b>成长能力</b>					
股本	11,816.17	11,816.17	11,816.17	11,816.17	11,816.17	营业收入	11.25%	-1.03%	0.95%	8.79%	13.40%
资本公积	16,784.07	16,395.29	16,405.30	16,405.30	16,405.30	营业利润	-17.78%	10.97%	23.92%	33.13%	31.39%
留存收益	24,658.70	28,223.21	31,980.13	36,874.23	43,305.63	归属于母公司净利润	-23.29%	23.67%	17.55%	30.27%	31.41%
其他	(4.97)	(289.99)	(53.44)	(116.13)	(153.19)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>54,654.57</b>	<b>57,486.99</b>	<b>61,481.21</b>	<b>66,292.08</b>	<b>72,643.56</b>	毛利率	20.21%	22.38%	23.42%	24.59%	26.12%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>175,085.60</b>	<b>161,994.61</b>	<b>158,125.46</b>	<b>175,277.08</b>	<b>180,883.16</b>	净利率	4.59%	5.74%	6.68%	8.00%	9.27%
						ROE	8.09%	9.49%	10.41%	12.55%	15.02%
						ROIC	22.84%	12.04%	12.84%	14.73%	17.95%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	68.78%	64.51%	61.12%	62.18%	59.84%
						净负债率	33.25%	35.26%	21.52%	17.52%	12.57%
						流动比率	1.34	1.29	1.35	1.32	1.37
						速动比率	0.97	0.91	0.94	0.96	0.99
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	2.21	2.06	2.25	2.40	2.57
						存货周转率	3.61	2.75	2.94	3.18	3.48
						总资产周转率	0.66	0.55	0.59	0.61	0.65
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.36	0.45	0.53	0.69	0.91
						每股经营现金流	0.13	0.30	1.58	1.19	1.33
						每股净资产	4.51	4.75	5.09	5.50	6.04
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	21.04	17.02	14.47	11.11	8.46
						市净率	1.70	1.61	1.51	1.39	1.27
						EV/EBITDA	4.10	4.47	6.08	5.33	4.30
						EV/EBIT	5.57	5.97	8.80	7.65	5.93

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