

工程机械行业点评报告

工程机械开工销售旺季即将来临，重视板块春季躁动行情【勘误版】

增持（维持）

投资要点

■ 工程机械开工销售旺季即将来临，重视板块“春季躁动”行情

工程机械板块存在明显的春季躁动，一般会在3-4月出现明显上涨行情。复盘2021-2025年工程机械板块走势，板块一般在3-4月会呈现为期两周左右的超额涨幅。2021-2022年春季躁动的超额涨幅是年内最高；2023年受到国二切国三需求提前释放影响，板块春季躁动不明显；2024年受益于行业触底反弹，板块春季躁动时间较长。我们认为2025年在国内挖机销量复苏背景下，有望迎来明显的春季躁动行情。春季躁动的来源主要系政策导向下，工程机械迎来开工+销售旺季。受预算释放、春节后复工、气候适宜、两会后政策支持、市场促销等多方面因素影响，Q1一般为工程机械开工+销售旺季。开工层面来看，从小松挖机中国区开工小时数可以看出一般3-4月为全年开工高点。销售层面来看，2021-2024年国内挖机Q1销量全年占比分别为41%/34%/32%/26%，Q1的销量基本为全年销量定下基调，因此股价也会跟随Q1挖机销量反映。

■ Q1挖机销量有望超预期，2025年行业迎来国内外共振

国内市场：1月国内挖机销量同比-0.3%，春节约影响10天左右开工，但挖机开工及销量端受影响较小。开工端来看，小松1月国内开工小时数66.2，同比下降17.3%，表现优于往年有春节影响的月份。展望2月，我们认为2024年2月为春节影响下的较低基数，国内挖机销量同比增速有望达到20%。以周期维度来看，我们测算本轮周期将于2028年到达周期高点，高点销量约25万台，相比于2024年内销10万台仍有150%的上行空间。出口市场：1月挖机出口销量同比增长2.2%，维持温和复苏态势。2024年上半年出口承压基数较低，我们认为2025年上半年出口压力较小，销量回暖可预见性较强。

■ 挖机收入&利润占比高，行业超预期复苏有望带来较大利润弹性

为了迎合上一轮周期快速上行带来的增量需求，行业头部厂商的产能快速扩张，我们预估2024年行业产能利用率仅约40%。若行业2025年快速复苏，我们预计行业产能利用率有望恢复至60%左右的水平。产能利用率的提升将有效压降固定生产成本，我们以上轮周期三一重工的毛利率表现为例：2015-2019年公司挖机毛利率从28%提升至39%，盈利能力的改善来自于规模效应的提升。挖机是工程机械最大品类，也是工程机械板块技术壁垒最高的品类，因此挖机毛利率是各品类中最高，也是各公司核心利润来源。2025年挖机板块将迎来国内外共振行情，周期较快复苏背景下看好规模效应带来的利润端改善。

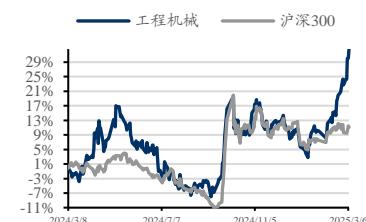
■ **投资建议：**工程机械板块2025年国内外基本面均好于2024年，国内外迎来共振，周期较快复苏背景下看好规模效应带来的利润端改善。推荐三一重工、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。

■ **风险提示：**宏观经济波动；国际政治风险；行业竞争加剧。

2025年03月08日

证券分析师 周尔双
执业证书：S0600515110002
021-60199784
zhouersh@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《工程机械开工销售旺季即将来临，重视板块春季躁动行情》

2025-02-27

《工程机械海外市场分析之非洲：中资企业对外投资进程加速，矿山+基建需求增长未来可期》

2025-02-05

内容目录

1. 春季躁动行情即将来临，重视工程机械低位布局机会	4
2. 当前时点，如何预测 2025Q1 挖机销量？	5
2.1. 国内市场：看好 Q1 国内挖机销量超预期	5
2.2. 出口市场：2025 年出口有望温和复苏	8
3. 行业超预期复苏有望带来较大利润弹性	10
4. 投资建议	12
5. 风险提示	13

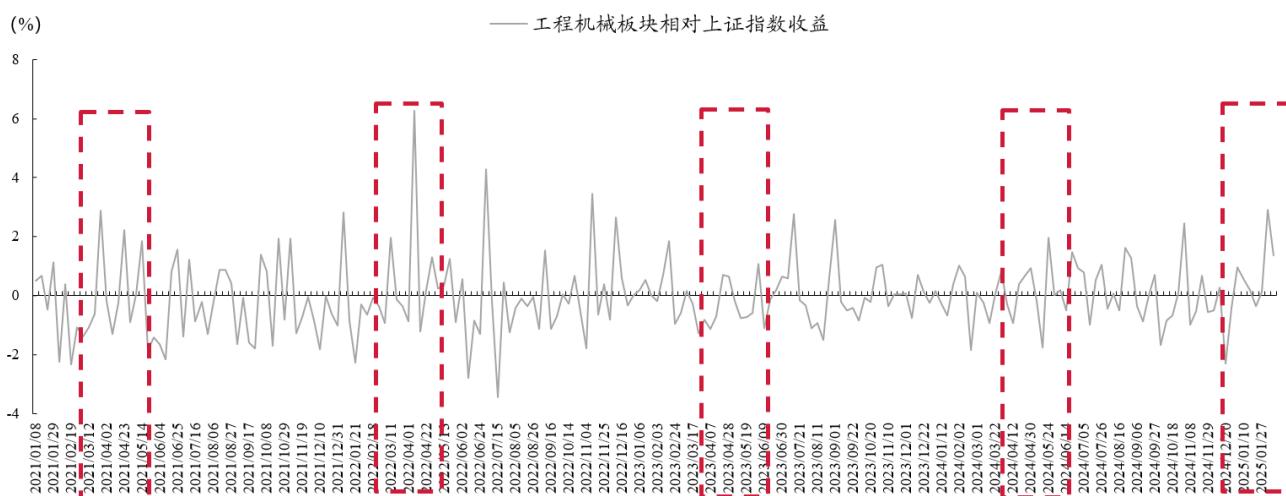
图表目录

图 1: 一般 3-4 月工程机械板块会出现明显“春季躁动”	4
图 2: 3 月一般为小松全年开工小时高点 (单位: 小时)	5
图 3: Q1 为挖机销售旺季 (单位: 台)	5
图 4: 2025 年 1 月国内挖机销量同比下降 0.3%, 在春节影响下销量超预期	5
图 5: 水利投资持续加速, 支撑小挖销量	6
图 6: 房地产新开工数据尚未明显好转	6
图 7: 基建投资保持稳健增长	6
图 8: 化债政策梳理	6
图 9: 小松及沃尔沃建筑机械均上调中国区销量同比增速预测	7
图 10: 截至 2023 年底, 国内挖机 6 年保有量 150 万台	7
图 11: 截至 2023 年底, 国内挖机 8 年保有量 170 万台	7
图 12: 2025-2029 年国内挖机销量预测 (单位: 台)	8
图 13: 2025 年 1 月出口挖机销量同比 +2.2%	9
图 14: 2023 年欧美挖机销量在全球占比 52%	9
图 15: 全球各个区域 2018-2023 年挖机销量增速	9
图 16: 小松 1 月在北美、印尼、欧洲挖机开工小时数同比分别 +6.4%/+5.2%/+5.6%	10
图 17: 2016-2024 年行业及三一重工挖机销量	11
图 18: 三一重工 2015-2024 年盈利表现	11
图 19: 三一重工各类产品毛利率情况	12
图 20: 各公司挖机/土方收入占比	12
图 21: 工程机械板块各公司利润模拟	12

1. 春季躁动行情即将来临，重视工程机械低位布局机会

工程机械板块存在明显的春季躁动，一般会在3-4月出现明显上涨行情。复盘2021-2025年工程机械板块走势，板块一般在3-4月会出现为期两周左右的超额涨幅。2021-2022年春季躁动的超额涨幅是年内最高；2023年受到国二切国三需求提前释放影响，板块春季躁动不明显；2024年受益于行业触底反弹，板块春季躁动时间较长。我们认为2025年在国内挖机销量复苏背景下，有望迎来明显的春季躁动行情。

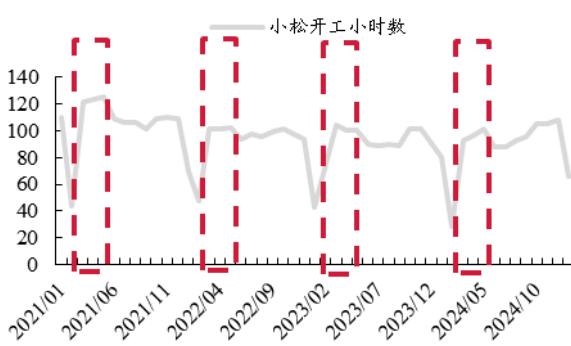
图1：一般3-4月工程机械板块会出现明显“春季躁动”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

春季躁动的来源主要系政策导向下，工程机械迎来开工+销售旺季。受预算释放、春节后复工、气候适宜、两会后政策支持、市场促销等多方面因素影响，Q1一般为工程机械开工+销售旺季。开工层面来看，从小松挖机中国区开工小时数可以看出一般3-4月为全年开工高点。销售层面来看，2021-2024年国内挖机Q1销量全年占比分别为41%/34%/32%/26%，Q1的销量基本为全年销量定下基调，因此股价也会跟随Q1挖机销量反映。

图2: 3月一般为小松全年开工小时高点 (单位: 小时)



数据来源: 小松官网, 东吴证券研究所

图3: Q1为挖机销售旺季 (单位: 台)

国内挖机销量	2021	2022	2023	2024
Q1	113565	51890	28828	26446
占比	41%	34%	32%	26%
Q2	80135	39238	17044	26961
占比	29%	26%	25%	27%
Q3	38612	28866	17044	20538
占比	14%	19%	19%	20%
Q4	40556	31899	21905	26598
占比	15%	21%	24%	26%

数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

2. 当前时点, 如何预测 2025Q1 挖机销量?

2.1. 国内市场: 看好 Q1 国内挖机销量超预期

1月国内挖机销量同比-0.3%, 春节影响下表现优异。1月春节约影响10天左右开工, 但挖机开工及销量端受影响较小。开工端来看, 小松1月国内开工小时数66.2, 同比下降17.3%, 表现优于往年有春节影响的月份, 如2024年2月开工小时数仅28.3、2023年1月开工小时数仅42.5、2022年2月开工小时数仅47.4, 整体开工端表现优于往年。销售端来看, 2025年1月挖机销量同比基本持平, 往年有春节影响的月份销量一般同比下滑40%-50%, 2025年1月挖机销量表现优异。分结构来看, 1月小中大挖销量同比分别+3%/+6%/-27%, 中挖已经连续5个月同比正增长, 我们判断主要系下游基建资金端回暖带动的需求边际改善。

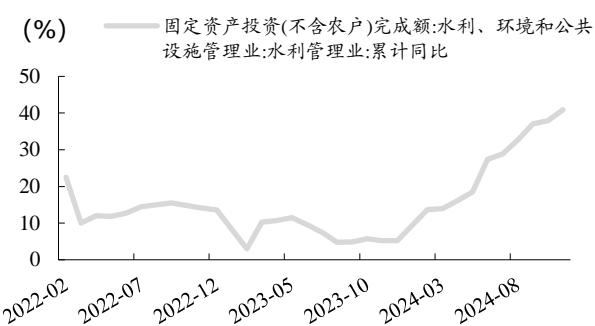
图4: 2025年1月国内挖机销量同比下降0.3%, 在春节影响下销量超预期

	销量(台)				占比				yoy			
	小	中	大	合计	小	中	大	合计	小	中	大	合计
202401	4045	717	659	5421	75%	13%	12%	100%	73%	14%	41%	58%
202402	4379	856	602	5837	75%	15%	10%	100%	-45%	-61%	-55%	-49%
202403	11497	2169	1522	15188	76%	14%	10%	100%	21%	-16%	-17%	9%
202404	8229	1520	1033	10782	76%	14%	10%	100%	28%	-11%	-25%	13%
202405	6245	1387	886	8518	73%	16%	10%	100%	41%	20%	-13%	29%
202406	5414	1272	975	7661	71%	17%	13%	100%	36%	14%	-3%	26%
202407	4657	1006	791	6454	72%	16%	12%	100%	40%	-2%	5%	26%
202408	4675	1036	983	6694	70%	15%	15%	100%	26%	-6%	17%	18%
202409	5509	1129	972	7610	72%	15%	13%	100%	25%	9%	19%	22%
202410	6385	1027	854	8266	77%	12%	10%	100%	29%	3%	1%	22%
202411	7012	1160	848	9020	78%	13%	9%	100%	28%	3%	-3%	21%
202412	7046	1204	1062	9312	76%	13%	11%	200%	27%	6%	11%	22%
2024年合计	75093	14483	11187	100763	75%	14%	11%	100%	21%	-8%	-8%	12%
202501	4162	762	480	5405	77%	13%	12%	100%	3%	6%	-27%	0%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

展望3月，目前尚无较为合适的前瞻指标可以对国内挖机3月销量做出较为准确的预测，因此我们只能从行业层面判断3月挖机销量趋势。分结构来看：①小挖：2024年以来小挖销量回暖主要系水利投资持续加大，2024年下半年我国水利投资增速继续加速，我们认为可以对2025年上半年的小挖销量形成较强支撑；②中大挖：分下游来看，房地产需求尚未明显好转，挖掘机“去地产化”越来越明显；基建投资持续保持稳健增长，对挖机需求形成托底，此外基建项目的资金端随着国家化债方案落地见效，也会对挖机需求形成支撑。

图5：水利投资持续加速，支撑小挖销量



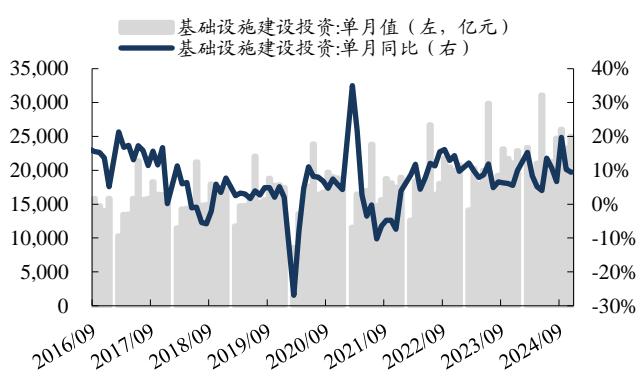
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：房地产新开工数据尚未明显好转



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：基建投资保持稳健增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：化债政策梳理

化债政策	时间	细则
大规模债务限额置换	2024.11	十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过决议，批准增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分3年实施，2024-2026年每年2万亿元。
专项债化债安排	2024.11	从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元补充政府性基金财力专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。
地方债置换加速	2025.1	地方政府专项债发行规模超5500亿元，其中再融资专项债占比42.66%，主要用于置换城投平台的高成本非标债务，规模较2024年同期增长近65%。
信用监管收紧	2025.1	金融监管总局2月新规将贷款逾期90天统一划定为不良贷款，并强化失信惩戒

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

小松&沃尔沃均上调2025年中国区需求预测，侧面印证国内复苏势头明显。外资工程机械公司在定期报告中会根据市场表现预测下一个财年的挖机销量。小松财报将24

财年（2024年4月-2025年3月）中国区销量同比增速从0-10%增长预测提升至10%-20%增长预测（不含迷你挖），展现对2025Q1国内挖机需求景气度较为乐观。沃尔沃在年报中将25年中国区销量增速从-5%-5%增长预测上调至0%-10%增长预测。

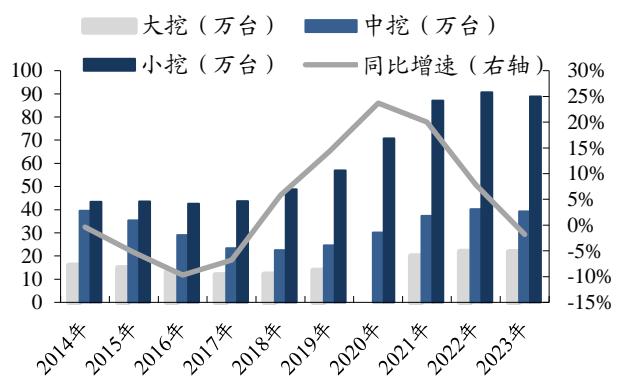
图9：小松及沃尔沃建筑机械均上调中国区销量同比增速预测

小松预测24财年	中国	北美	欧洲	东南亚	日本
24年7月预测	-30%至-20%	-10%至-5%	-10%至-5%	持平	持平
24年10月预测	0-10%	-15%至-10%	-15%至-10%	0-5%	持平
25年1月预测	10%-20%	-10%至-5%	-15%至-10%	0-5%	-5%至0%
最新预测变动	↑	↑	-	-	↓
沃尔沃预测25年	中国	北美	欧洲	拉美	亚洲（除中国）
24年10月预测	-5%至5%	-10%至0%	-5%至+5%	-5%至5%	-5%至5%
25年1月预测	0%至10%	-10%至0%	-5%至+5%	-5%至5%	-5%至5%
最新预测变动	↑	-	-	-	-

数据来源：Wind，东吴证券研究所（小松预测的24财年指2024年4月至2025年3月，对2025Q1具有前瞻性）

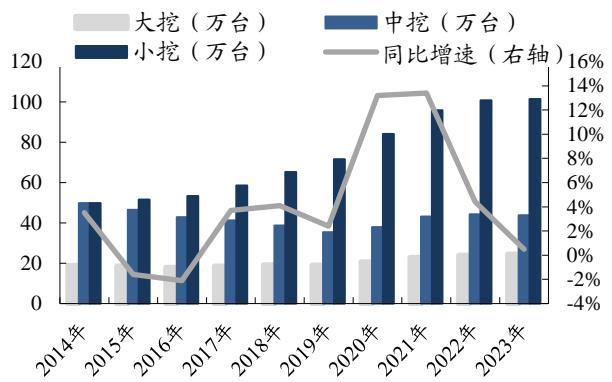
周期维度来看，我们判断当前正处于新一轮上行周期起点，新周期向上弹性可期。从保有量的角度来看我国挖机销量远低于寿命替换中枢，2023年国内挖机八年保有量为170万台，按照八年使用寿命，70%-100%挖掘机更新，则测算年均更新需求中枢在15-20万台。2024年内销挖机销量仅为10万台，远低于年均寿命替换需求15-20万台，行业距离景气中枢仍有50%-100%上行空间。

图10：截至2023年底，国内挖机6年保有量150万台



数据来源：工程机械工业协会，东吴证券研究所

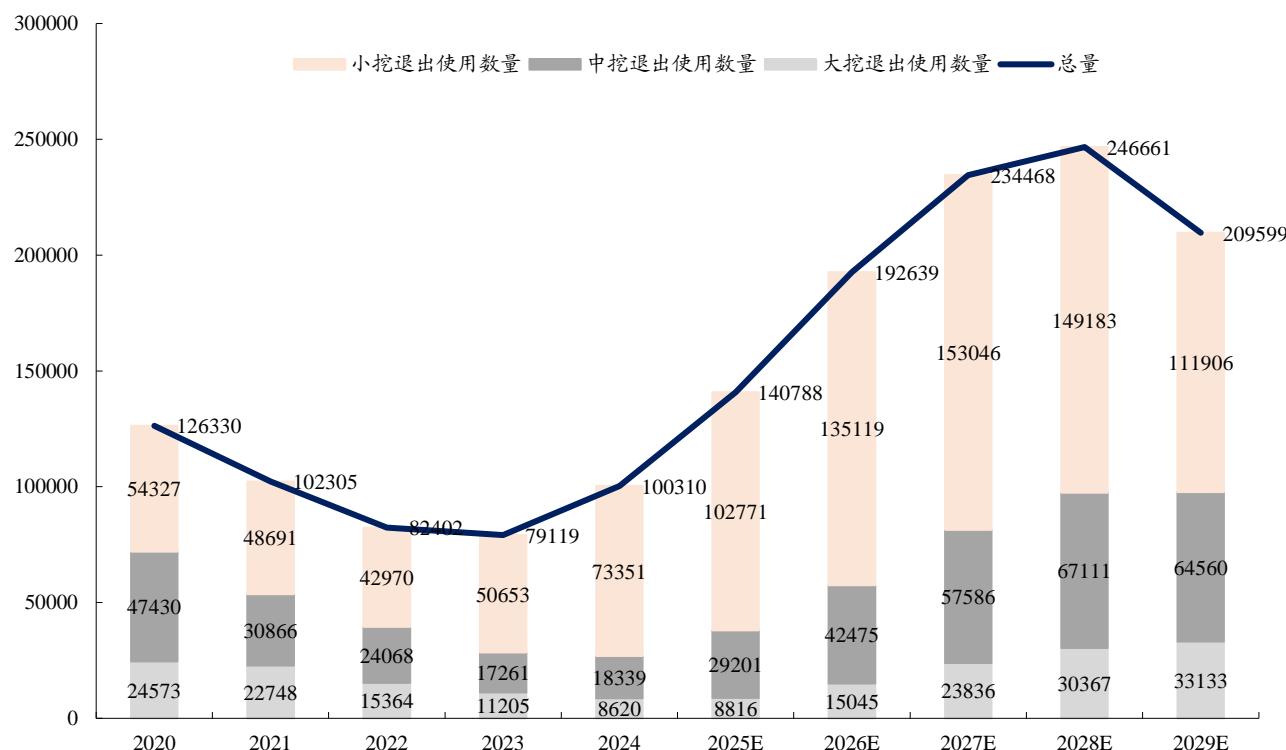
图11：截至2023年底，国内挖机8年保有量170万台



数据来源：工程机械工业协会，东吴证券研究所

本轮周期将于 2028 年到达周期高点，高点挖机销量将达到 25 万台。考虑到不同规格挖机在获得成本及使用寿命上有所不同，我们按照小/中/大挖平均寿命分别为 6-8 年、7-9 年、8-10 年来进行测算，并假设退出比例为 30%/30%/40%，例如小挖在使用 6 年后退出 30%，使用 7 年后退出 30%，使用 8 年后退出 40%。挖机退出使用数量就约等于新增需求，按照以上测算，我们认为本轮周期将于 2028 年达到周期高点，高点的挖机销量约 25 万台，与 2024 年内销 10 万台相比还有 150% 上行空间。

图12：2025-2029 年国内挖机销量预测（单位：台）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 出口市场：2025 年出口有望温和复苏

1 月挖机出口销量同比增长 2.2%，维持温和复苏态势。2025 年 1 月挖机出口销量 6962 台，同比增长 2.2%，其中中小大挖销量同比分别 -15%/+11%/+18%。2024 年上半年出口承压基数较低，我们认为 2025 年上半年出口压力较小，销量回暖可预见性较强。

图13: 2025年1月出口挖机销量同比+2.2%

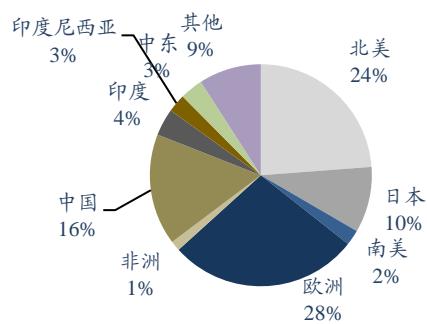
	销量(台)				占比				yoy			
	小	中	大	合计	小	中	大	合计	小	中	大	合计
202401	3277	2443	1235	6955	47%	35%	18%	100%	-4%	-2%	14%	0%
202402	3004	2519	1248	6771	44%	37%	18%	100%	-47%	-10%	-13%	-27%
202403	4694	3359	1739	9792	48%	34%	18%	100%	-28%	2%	-7%	-14%
202404	3653	2747	1640	8040	45%	34%	20%	100%	-23%	-3%	-4%	-12%
202405	4332	3262	1712	9306	47%	35%	18%	100%	-17%	-2%	1%	-8%
202406	4110	2964	1868	8942	46%	33%	21%	100%	-15%	-4%	5%	-7%
202407	3489	2684	1283	7456	47%	36%	17%	100%	-17%	31%	5%	4%
202408	3670	2683	1600	7953	46%	34%	20%	100%	-2%	19%	13%	8%
202409	3690	3173	1358	8221	45%	39%	17%	100%	-12%	33%	-6%	6%
202410	3665	3366	1493	8524	43%	39%	18%	100%	-2%	34%	-2%	12%
202411	3817	3180	1573	8570	45%	37%	18%	100%	13%	28%	1%	16%
202412	4139	4066	1852	100587	41%	40%	18%	100%	1%	33%	-3%	13%
2024年合计	45540	36446	18601	100587	45%	36%	18%	100%	-12%	1%	17%	-2%
202501	2796	2706	1460	6962	40%	39%	21%	100%	-15%	11%	18%	2%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

欧美市场需求在全球占比超过一半，新兴市场工程机械周期与欧美周期高度相关。

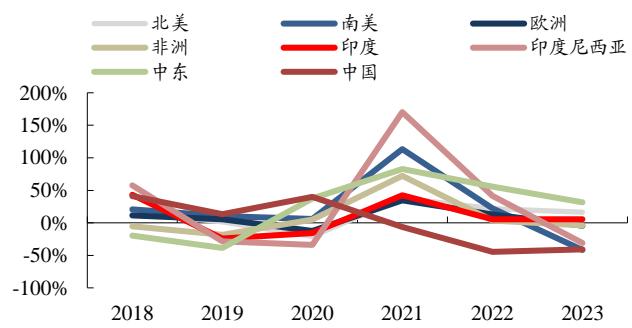
2023年欧美挖机销量在全球占比达52%，是全球工程机械最大市场，两地挖机销量具有显著周期性；除欧美中以外，新兴市场如南美、印尼、印度、非洲、中东等地由于在贸易、资本流动、技术转移等方面较为依赖欧美经济体，因此我们可以观测到新兴市场挖机周期与欧美高度相关。

图14: 2023年欧美挖机销量在全球占比52%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 全球各个区域2018-2023年挖机销量增速

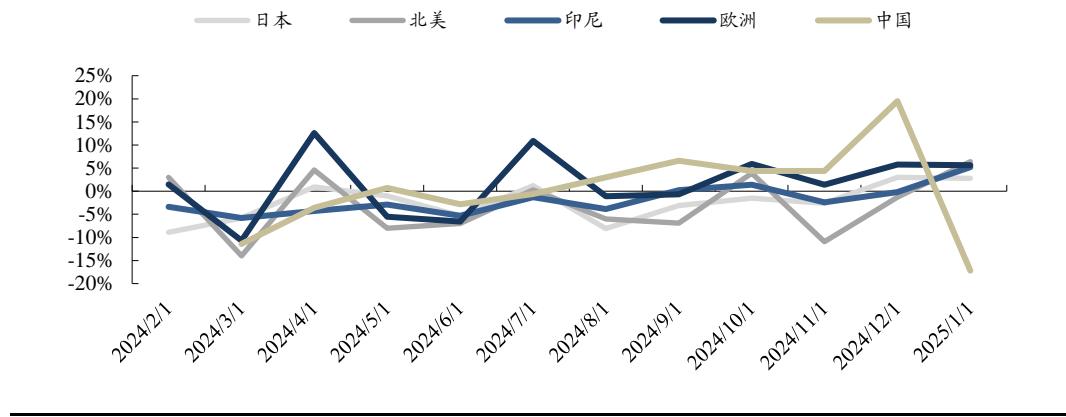


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

欧美地区景气度自24Q4开始逐渐修复，看好2025年欧美景气度筑底向上。从小

从全球各地开工小时数可以看出，2024Q4 以来北美及欧洲地区开工小时数持续修复，2025 年 1 月北美开工小时数同比增长由负转正，欧洲开工小时数已经连续四个月同比增长。预计随着北美降息周期开启，投资恢复活力，看好欧美需求 2025 年逐步恢复，带动新兴市场周期向上。

图16：小松 1 月在北美、印尼、欧洲挖机开工小时数同比分别+6.4%/+5.2%/+5.6%



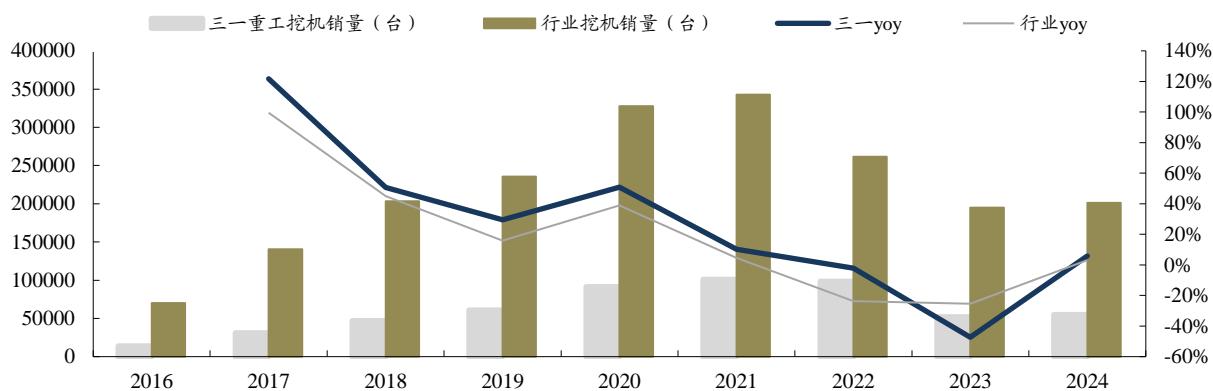
数据来源：小松官网，东吴证券研究所

3. 行业超预期复苏有望带来较大利润弹性

综上所述，我们认为 2-3 月国内挖机销量预计保持较高增速，出口有望保持温和复苏，全年挖机销量有望超预期，我们认为行业的快速复苏将带来较大的利润弹性。

为了迎合上一轮周期快速上行带来的增量需求，行业头部厂商的产能快速扩张，我们预估 2024 年行业产能利用率仅约 40%。以三一重工为例，上一轮高点 2021 年公司挖机销量超过 10 万台，其中国内销量约 8 万台、出口 2 万台，且公司 2021 年后先后投产印尼、昆山等新产能。但 2023-2024 年我们预估公司挖机销量仅 5-6 万台，估算 2024 年产能利用率仅 40%-50%。若行业 2025 年快速复苏，我们预计行业产能利用率有望恢复至 60%左右的水平。

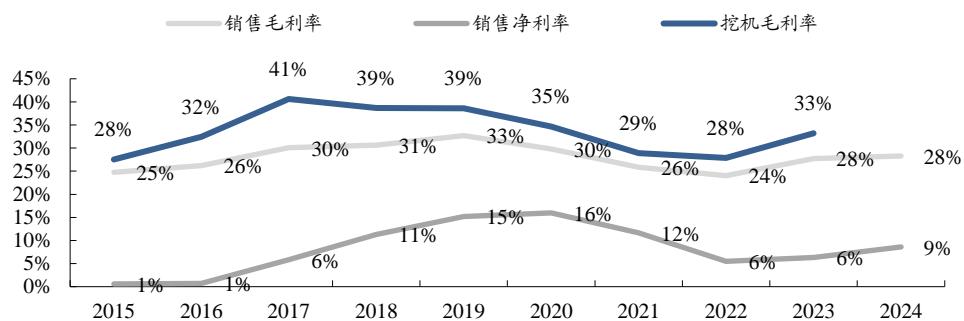
图17: 2016-2024年行业及三一重工挖机销量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 三一重工 2023-2024 年挖机销量为预估数据)

产能利用率的提升将有效扩大规模效应，因此 2025 年公司利润来源需更加聚焦收入弹性。产能利用率的提升将有效压降固定生产成本，我们以上轮周期三一重工的毛利率表现为例：2015-2019 年公司挖机毛利率从 28% 提升至 39%，在这期间行业小挖销量占比从 55% 提升至 61%，因此毛利率的提升可以排除产品结构改善因素，也可以排除钢价和产品价格的波动带来的毛利率提升，可以得出结论 2015-2019 年公司挖机及整体盈利能力的改善都来自于规模效应的提升。

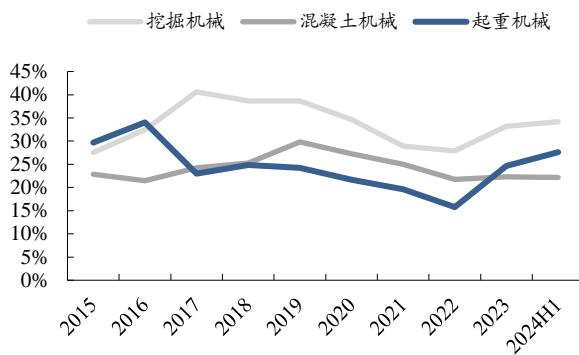
图18: 三一重工 2015-2024 年盈利表现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

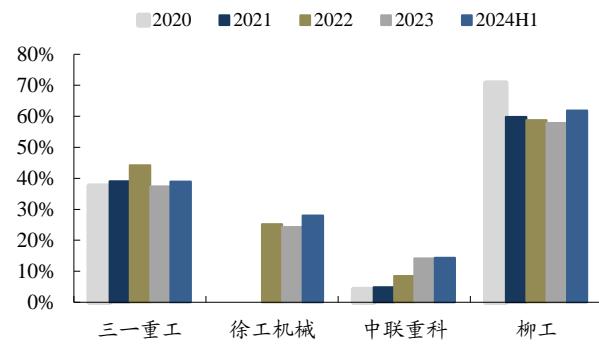
得挖机者得天下，看好挖机复苏带来的利润弹性。挖机是工程机械最大品类，也是工程机械板块技术壁垒最高的品类，因此挖机毛利率是各品类中最高，也是各公司核心利润来源。

图19：三一重工各类产品毛利率情况



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图20：各公司挖机/土方收入占比



数据来源：Wind, 东吴证券研究所（注：徐工机械、中联重科、柳工为土方机械收入占比）

4. 投资建议

工程机械板块 2025 年国内外基本面均好于 2024 年，国内外迎来共振，周期较快复苏背景下看好规模效应带来的利润端改善。推荐三一重工、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。

图21：工程机械板块各公司利润模拟

	2023A				2024E				2025E			
	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工
海外收入占比	59%	40%	38%	42%	63%	46%	53%	48%	66%	45%	56%	44%
海外收入绝对值（亿元）	437	371	179	116	502	390	250	139	577	448	300	152
yoY					15%	5%	40%	20%	15%	15%	20%	10%
国内收入绝对值（亿元）	303	557	291	160	288	501	233	160	303	551	233	191
yoY					-5%	-10%	-20%	0%	5%	10%	0%	20%
国内毛利率	23.00%	21.00%	24.70%	15.88%	23.00%	21.00%	24.40%	18.20%	23.50%	21.50%	25.50%	20.00%
国外毛利率	31.00%	24.00%	32.20%	27.74%	31.00%	26.00%	33.30%	29.00%	31.50%	26.50%	33.80%	31.00%
销售毛利率	28.00%	23.00%	27.50%	20.86%	28.10%	23.30%	29.10%	23.38%	28.80%	24.00%	29.20%	24.88%
归母净利润率	6.20%	5.70%	7.50%	3.15%	7.20%	6.80%	7.80%	4.70%	8.20%	7.80%	9.00%	6.00%
期间等其他费用率	21.80%	17.30%	20.00%	17.71%	20.90%	16.50%	21.30%	18.68%	20.60%	16.20%	20.20%	18.88%
营业总收入（亿元）	740	928	470	275	790	891	483	298	880	999	533	344
yoY					7%	-4%	3%	8%	11%	12%	10%	15%
国内净利润（亿元）	70	117	72	25	66	105	57	29	71	119	59	38
国外净利润（亿元）	135	89	58	32	156	101	83	40	182	119	101	47
假设国外费用率持平或略高												
国内净利润（亿元）	10	18	15	1	12	18	10	1	14	24	10	4
国外净利润（亿元）	36	35	20	8	45	43	28	13	58	54	38	17
国内净利润占比	22%	35%	43%	6%	20%	29%	25%	5%	20%	30%	21%	17%
国外净利润占比	78%	65%	57%	94%	80%	71%	75%	95%	80%	70%	79%	83%
总利润（亿元）	46	53	35	9	57	61	38	14	72	78	48	21
yoY					24%	15%	7%	62%	27%	29%	27%	47%
PE（截至2025/2/24）					27	17	18	16	21	13	14	11

数据来源：Wind, 东吴证券研究所预测

5. 风险提示

行业周期波动；国际市场复苏不及预期；国际贸易争端；市场竞争加剧。

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提供。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：

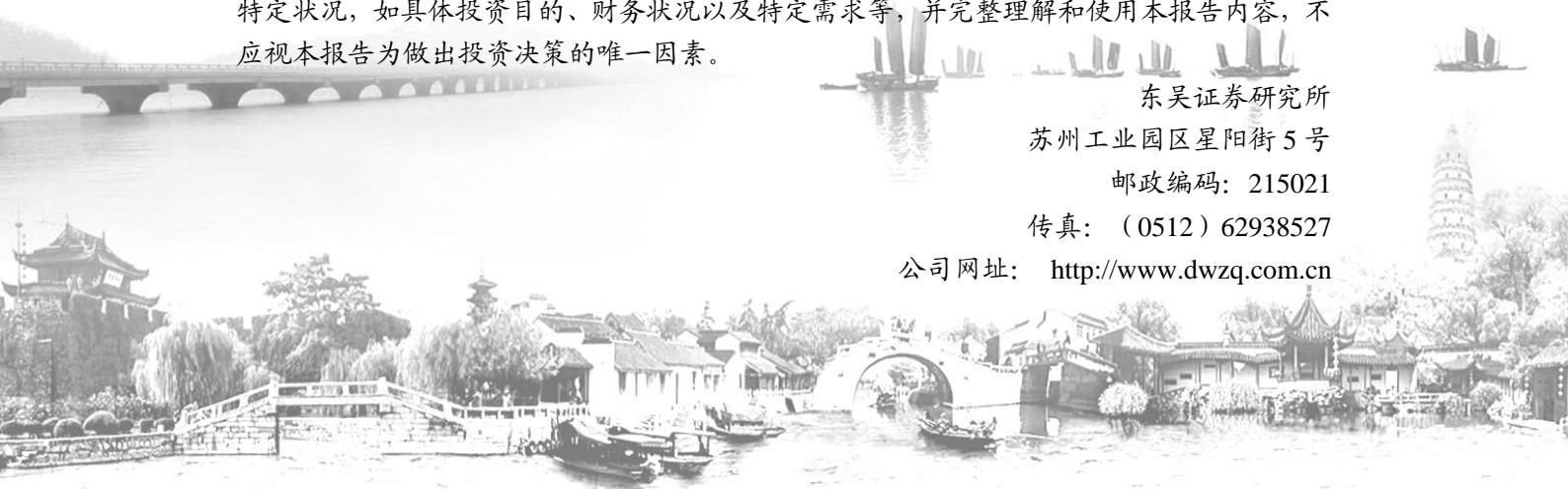
公司投资评级：

- 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>