

中联重科 (000157.SZ)

工程机械顶尖品牌，全球化布局与新兴业务引领未来

中联重科是国内工程机械巨头，产品品类不断丰富、海外布局进展顺利。中联重科作为我国工程机械行业的领头羊之一，主要从事工程机械、农业机械等高新技术装备的研发制造。自1992年成立以来，公司持续拓宽其产品线，目前主导产品已涵盖18大类别、105个产品系列以及636个型谱。公司2023年实现营业总收入470.75亿元，同比增长13.08%；归母净利润35.06亿元，同比增长52.04%；扣非归母净利润27.08亿元，同比增长109.51%。

传统业务稳中有升，新兴业务打造新增长极。公司传统产品主要是起重机和混凝土机械，新兴业务主要是挖机、高机、农机、矿机等。

(1) 起重机械：依赖性减弱。2023年公司起重机业务收入192.91亿元，同比增长1.64%；虽占比总营业收入40.98%，相较于去年下降4.61pct；但其毛利率显著提升8.13pct，达到31.04%。其中，公司建筑起重机械（塔机）销售规模稳居全球第一，工程起重机械市场份额长期领先。2023年，公司25吨及以上的汽车起重机、200吨及以上的全地面起重机、500吨及以上的履带起重机销量均位居行业第一。此外，公司以约40%的市场份额直接占据了塔式起重机市场的主导地位，大型塔式起重机领域的市场份额更是超过了50%。随着装配式建筑的崛起以及市场对大型塔式起重机需求的增强，公司未来在塔式起重机市场的份额将进一步提升。

(2) 混凝土机械：毛利率回升，新能源搅拌车带来新机遇。2023年公司混凝土机械收入85.98亿元，同比增长1.63%；其占营业总收入18.27%，同比下降2.05pct；毛利率为22.92%，同比回升1.89pct。市场份额方面，公司长臂架泵车和搅拌站在2023年继续保持行业第一，搅拌车稳居第二。公司在新兴的新能源混凝土搅拌车市场上同样表现出色；2024年前6个月，公司销售645辆新能源混凝土搅拌车，市占率达15.69%，位列业内第三。随着新能源混凝土搅拌车市场的不断扩展，公司有望从这一趋势中获得显著利益。

(3) 高空作业机械：强势增长，公司迅速跻身行业龙头。2023年公司高机实现营业收入57.07亿元，同比增长24%，营收占比12.12%。如今，公司高机产品型谱实现4-72米全覆盖，为国内型号最全的高空设备厂商。电动产品、臂式产品、超高米段产品等关键技术水平领先；行业内率先推出新一代分布式驱动电液集成控制技术，整体电动化率超90%，处于行业领先水平。公司重点聚焦海外，推进本土化生产制造，已突破北美、欧盟区域，实现品牌的向上突破。

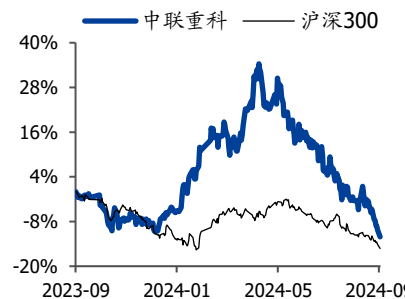
(4) 土方机械（主要是挖机）：竞争力持续增强，聚焦中大挖保障经营利润。2023年，公司土方机械收入66.48亿元，同比增长89.32%；其占比营业收入达到14.12%，相较于去年提升了5.69pct；毛利率27.93%，也相较于去年提升了4.46pct。公司聚焦于高壁垒、高价值的中大挖战略，使得公司过去五年土方机械营业收入CAGR高达75.74%，毛利率位居产品线第二，中大挖市场份额第三。

买入（首次）

股票信息

行业	工程机械
09月09日收盘价（元）	5.83
总市值（百万元）	50,592.69
总股本（百万股）	8,677.99
其中自由流通股（%）	99.71
30日日均成交量（百万股）	37.46

股价走势



作者

分析师 张一鸣
执业证书编号：S0680522070009
邮箱：zhangyiming@gszq.com
分析师 邓宇亮
执业证书编号：S0680523090001
邮箱：dengyuliang@gszq.com

相关研究

(5) 农业机械：部分产品国内市占率第一，**凭靠技术积累与全球运营勇闯万亿市场。**2023年，公司农业机械收入为20.92亿元，同比下降2.17%；但毛利率11.74%，提升了7.31pct。随着以中国为代表的亚太地区农业机械化的发展，未来全球农业机械市场预计将持续增长。公司在收购奇瑞重工60%股份后，积极进军农业机械领域，专注智能农机和智慧农业的开发。市场份额方面，2023年中联重科的烘干机和小麦收获机继续在国内市场保持领先地位；公司高额的研发投入与成熟的海外运营，使其在行业内处于领先地位。

(6) 矿山机械：受益于欧洲、北美地区资源需求扩张，澳洲、中东、非洲、印尼地区对采矿设备需求的增加以及铜、金价格的持续高位，未来全球矿机市场需求将持续旺盛。国内目前尚未形成矿机龙头企业，矿山机械的增长潜力仍然广阔，公司有望从中受益。2021年，公司矿挖、矿卡、矿石装备逐步实现量产；2023年，公司矿山机械销售规模同比增长140%，销售额接近8亿元；成功下线了首台百吨级全国产化电传动矿用自卸车，也标志着公司正式进入高端矿业装备市场。

工程机械国内市场触底，“端对端、数字化、本土化”直营赋能海外市场。

(1) 国内市场：2024-2025年有望形成筑底、甚至向上趋势。从年度数据看，去年挖机销量已经不足高点的1/3，而在上一轮周期中，周期底部与高点相比，也是不足1/3，因此去年的基数已经足够低。从月度数据看，挖机销量在从2021年开始的下行周期中，首次增速连续转正，并且增幅逐步扩大，今年3-5月增幅是9%、13%、29%，因此至少从数据上来说，国内已经成功筑底，未来在政策催化国内需求复苏、更新替换需求到来的背景下可能迎来向上拐点。

(2) 海外市场：行业增速有望修复，国内龙头逐步迈向全球龙头。从月度数据来看，挖机海外市场从去年下半年开始下滑，下滑幅度在15%-25%左右，而从今年3-5月来看，下滑幅度呈现略收窄的态势，分别下降16%、13%、9%。展望今年下半年，在去年低基数、海外大选结束、各地政策逐步明朗、库存逐步消化的背景下，降幅有望收窄或增速转正。目前，海外工程机械市场空间广阔，我国在“一带一路”沿线国家布局日趋完善，国产龙头份额提升颇具潜力。公司独特的海外端对端数字化直销体系以及智能产业城的全面投产将继续推动公司实现收入与利润的高速增长。

投资建议：我们预计2024-2026年，公司营业总收入将分别达到562、679、806亿元，增长率分别为19.3%、20.8%、18.8%，归母净利润分别为45、60、74亿元，增长率分别为30%、32%、24%。公司起重机和混凝土机械表现稳健，高机、挖机、农机和矿机等新兴业务有望打造新的增长引擎。鉴于国内市场有望实现触底反弹，加之公司在海外市场的强势增长，中联重科可以赋予更高的龙头溢价、底部反转溢价、以及成长溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：国内下游行业需求不足风险、海外市场风险、汇率波动风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	41,631	47,075	56,180	67,851	80,609
增长率 yoy (%)	-38.0	13.1	19.3	20.8	18.8
归母净利润(百万元)	2,306	3,506	4,543	6,008	7,440
增长率 yoy (%)	-63.2	52.0	29.6	32.2	23.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.27	0.40	0.52	0.69	0.86
净资产收益率(%)	4.2	6.4	7.7	9.7	11.2
P/E(倍)	21.9	14.4	11.1	8.4	6.8
P/B(倍)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2024年09月09日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	73586	77971	89346	96034	111832
现金	15499	15870	16207	16370	16473
应收票据及应收账款	28202	24695	36039	31811	46832
其他应收款	685	705	954	1049	1330
预付账款	2632	2967	3715	4355	5233
存货	14203	22504	21200	31219	30734
其他流动资产	12365	11230	11230	11230	11230
非流动资产	49967	52891	54194	55903	57766
长期投资	4476	4497	4673	4842	5010
固定资产	10418	10935	12694	14611	16583
无形资产	5344	5101	5039	5011	4921
其他非流动资产	29729	32358	31788	31439	31252
资产总计	123553	130862	143540	151937	169598
流动负债	48391	49996	57984	60544	70637
短期借款	6201	5655	5655	5655	5655
应付票据及应付账款	21234	23050	29352	31536	38245
其他流动负债	20957	21292	22977	23354	26737
非流动负债	18186	21699	24467	26833	29398
长期借款	10962	14944	17713	20079	22644
其他非流动负债	7224	6754	6754	6754	6754
负债合计	66578	71695	82451	87377	100035
少数股东权益	2234	2760	2915	3156	3496
股本	8678	8678	8678	8678	8678
资本公积	19625	18725	18725	18725	18725
留存收益	29286	30119	31542	32891	33908
归属母公司股东权益	54741	56407	58174	61404	66067
负债和股东权益	123553	130862	143540	151937	169598

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2425	2713	3602	2978	3002
净利润	2385	3771	4698	6249	7780
折旧摊销	1040	1261	1276	1530	1797
财务费用	-265	-260	-230	-483	-640
投资损失	-309	2	-351	-240	-224
营运资金变动	-2497	-3424	-1770	-4069	-5714
其他经营现金流	2072	1363	-21	-9	5
投资活动现金流	567	-278	-2208	-2990	-3441
资本支出	1530	1900	1127	1540	1696
长期投资	2516	1893	-176	-169	-168
其他投资现金流	4613	3515	-1257	-1620	-1913
筹资活动现金流	-2494	-2643	-1058	174	542
短期借款	2888	-546	0	0	0
长期借款	3068	3982	2769	2366	2565
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	24	-900	0	0	0
其他筹资现金流	-8475	-5179	-3827	-2191	-2024
现金净增加额	601	-185	337	162	103

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	41631	47075	56180	67851	80609
营业成本	32543	34109	40612	48710	57569
营业税金及附加	289	330	393	475	564
营业费用	2635	3557	4270	5021	5965
管理费用	1574	1904	2247	2714	3224
研发费用	2507	3441	4101	4851	5723
财务费用	-265	-260	-230	-483	-640
资产减值损失	-589	-90	0	0	0
其他收益	783	849	0	0	0
公允价值变动收益	-11	-37	21	9	-5
投资净收益	309	-2	351	240	224
资产处置收益	-8	233	0	0	0
营业利润	2386	4152	5159	6811	8423
营业外收入	143	122	165	150	145
营业外支出	58	47	73	64	61
利润总额	2471	4228	5250	6897	8507
所得税	86	457	552	648	727
净利润	2385	3771	4698	6249	7780
少数股东损益	79	265	155	241	340
归属母公司净利润	2306	3506	4543	6008	7440
EBITDA	4145	6341	6927	8905	10860
EPS (元)	0.27	0.40	0.52	0.69	0.86

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-38.0	13.1	19.3	20.8	18.8
营业利润(%)	-67.0	74.0	24.2	32.0	23.7
归属于母公司净利润(%)	-63.2	52.0	29.6	32.2	23.8
获利能力					
毛利率(%)	21.8	27.5	27.7	28.2	28.6
净利率(%)	5.5	7.4	8.1	8.9	9.2
ROE(%)	4.2	6.4	7.7	9.7	11.2
ROIC(%)	3.6	5.3	5.7	7.1	8.2
偿债能力					
资产负债率(%)	53.9	54.8	57.4	57.5	59.0
净负债比率(%)	22.9	21.2	22.4	24.7	26.7
流动比率	1.5	1.6	1.5	1.6	1.6
速动比率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	1.5	1.8	1.9	2.0	2.1
应付账款周转率	1.4	1.5	1.6	1.6	1.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.40	0.52	0.69	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.31	0.42	0.34	0.35
每股净资产(最新摊薄)	6.31	6.50	6.70	7.08	7.61
估值比率					
P/E	21.9	14.4	11.1	8.4	6.8
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	14.9	10.1	9.4	7.6	6.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024年09月09日收盘价

内容目录

1 国内工程机械龙头，全球化布局顺利	7
1.1 产品多元化和全球化布局，打造国内工程机械巨头	7
1.2 产品线丰富多样，工程机械、农业机械齐头并进	8
1.3 主营业务筑底反弹，资产营运能力处于改善之中	10
1.4 湖南省政府参股企业，中国企业体制机制改革的典范	12
1.5 股权激励助力企业长期可持续发展，优异股利政策鼓舞投资者信心	15
2 传统业务稳中有升，新兴业务打造新增长极	16
2.1 传统产品依赖性减弱，起重机械及混凝土机械竞争力持续增强	16
2.1.1 起重机械：行业领先，行业下行期国内业务短期承压	16
2.1.2 混凝土机械：毛利率回升，新能源搅拌车带来新机遇	18
2.2 新产品占比提升，高机&挖机表现优异，农机&矿机放量可期	20
2.2.1 高机：强势增长，公司迅速跻身行业龙头	20
2.2.2 土方机械（主要是挖机）：竞争力持续增强，聚焦中大挖保障经营利润	23
2.2.3 农机：部分产品市占率多年行业领先，凭靠技术积累与全球运营勇闯万亿市场	25
2.2.4 矿机：市场空间巨大，中联矿机厚积薄发	28
3 工程机械国内市场触底，“端对端、数字化、本土化”直营体系赋能海外市场	31
3.1 国内：2024-2025年有望形成筑底、甚至向上趋势	31
3.2 海外：行业增速有望修复，公司海外业务增速、盈利能力业内领先	34
3.2.1 公司海外业务增速、盈利能力行业领先	34
3.2.2 公司“端对端、数字化、本土化”直销体系赋能开拓海外市场	39
3.2.3 智慧产业城全面投产，全球产能布局有效应对海外关税壁垒	40
4 盈利预测与投资建议	45

图表目录

图表 1: 中联重科-大事记	8
图表 2: 公司主要产品谱系	9
图表 3: 2022年中联重科分产品营业收入占比	10
图表 4: 2023年中联重科分产品营业收入占比	10
图表 5: 公司 2019~2023 营业收入	10
图表 6: 公司 2019~2023 归母净利润	10
图表 7: 2019~2023 公司毛利率、净利率	11
图表 8: 2019~2023 公司费用率	11
图表 9: 可比公司资产周转率	11
图表 10: 中联重科 5 年以上应收账款金额	11
图表 11: 2020 年~2024 年 3 月中联重科长期借款及其同比	12
图表 12: 2020 年~2024 年 3 月中联重科短期借款及其同比	12
图表 13: 2020 年~2024 年 3 月中联重科资产负债率及其同比	12
图表 14: 2020 年~2024 年 3 月中联重科流动比率及其同比	12
图表 15: 中联重科股权结构	13
图表 16: 公司高管履历	13
图表 17: 二期持股计划股票解锁条件	15
图表 18: 中联重科股利支付率行业领先	15
图表 19: 2023 年各品种起重机销量占比	16
图表 20: 2021~2023 各品种起重机销量	16
图表 21: 2023 年 7 月~2024 年 7 月各类起重机械国内销量	17
图表 22: 2023 年 7 月~2024 年 7 月各类起重机械国外销量	17
图表 23: 2024 年 1 月~2024 年 7 月各类起重机械当月销量同比	17
图表 24: 2019~2023 年中联重科起重机营业收入情况	18
图表 25: 2021~2023 年徐工、中联、三一重工起重机械毛利率对比	18

图表 26:	2016~2023 我国混凝土搅拌车销量.....	19
图表 27:	2019~2023 年中联重科混凝土机械营业收入情况	19
图表 28:	2023 年混凝土机械毛利率回升	19
图表 29:	2024 年 1~6 月新能源搅拌车销量.....	20
图表 30:	2024 年 1~6 月新能源搅拌车市场格局	20
图表 31:	2023 年 7 月~2024 年 7 月国内外升降工作平台销量	21
图表 32:	2023 年 7 月~2024 年 7 月国内外高空作业车销量	21
图表 33:	2023.7~2024.7 升降工作平台、高空作业车销量 YOY.....	22
图表 34:	2023.6~2024.6 升降平台出租率及租金指数.....	22
图表 35:	2019~2023 中联重科高空机械行业收入情况.....	22
图表 36:	2021~2023 中联重科高空机械毛利率走势	22
图表 37:	2019~2023 中联重科全球及国内高空机械制造商排名	23
图表 38:	2024 年 1-7 月挖掘机、装载机、推土机当月销量 YOY	24
图表 39:	2023.7~2024.7 挖掘机国内外销量 YOY	24
图表 40:	2020~2024Q1 各类型挖掘机销量占比.....	25
图表 41:	2019~2023 中联重科土方机械营业收入和 yoy	25
图表 42:	2020~2023 中联重科土方机械毛利率走势	25
图表 43:	2018~2023 全球农业机械市场规模.....	26
图表 44:	全球前十名农业机械专利申请数量.....	26
图表 45:	2023 中国不同农业机械设备销售额占比情况.....	26
图表 46:	全球农业机械市场地区占比.....	26
图表 47:	2004 年~2022 年农业设备工器具购置同比增速	27
图表 48:	2004 年~2024 年用于农机购置与应用补贴的专项资金及同比	27
图表 49:	2019~2023 中联重科农业机械营业收入情况.....	28
图表 50:	2019~2023 中联重科农业机械毛利率.....	28
图表 51:	2019~2023 可比农机公司研发费用率比较	28
图表 52:	2020~2023 可比公司海外收入占比.....	28
图表 53:	2018~2024.Q2 中国采矿业营业收入	29
图表 54:	全球矿山机械市场规模	29
图表 55:	2021~2023 中国矿山机械行业收入与利润	29
图表 56:	2023~2024 铜价与金价趋势对比	29
图表 57:	首款百吨级全国产化电传动矿用自卸车下线	30
图表 58:	中联矿机移动破设备远销南美.....	30
图表 59:	挖机当月总体销量及增速	31
图表 60:	挖机当月国内销量及增速	31
图表 61:	房地产新开工面积累计同比.....	32
图表 62:	中央层面重要房地产政策梳理.....	33
图表 63:	固定资产投资（不含农户）完成额：基础设施建设投资：累计同比.....	34
图表 64:	挖机国内外销量占比	35
图表 65:	挖机当月国外销量及增速（台）	35
图表 66:	2023 年 1-9 月海外市场挖掘机容量（总计 36.3 万台）	35
图表 67:	2024 年全球主要工程机械制造商市场份额构成	35
图表 68:	美国制造业支出增速	37
图表 69:	美国制造业工程机械库存	37
图表 70:	主要人口大国以及新兴市场国家的城镇化率对比（2023 年）	38
图表 71:	北美小松挖掘机开工小时数.....	38
图表 72:	欧洲小松挖掘机开工小时数.....	38
图表 73:	印度尼西亚小松挖掘机开工小时数.....	38
图表 74:	日本小松挖掘机开工小时数.....	38
图表 75:	国内四大主机厂海外收入对比（百万元）	39
图表 76:	国内四大主机厂海外收入增速对比	39
图表 77:	国内四大主机厂海外收入占总营收对比.....	39
图表 78:	国内四大主机厂国内外毛利率对比（%）	39

图表 79:	中科云谷智慧销售管理平台.....	40
图表 80:	中科云谷全球服务监控平台.....	40
图表 81:	中联重科塔机智能工厂黑灯产线.....	41
图表 82:	中联智慧产业城土方机械园生产车间.....	41
图表 83:	中联重科国内其他生产制造基地.....	42
图表 84:	公司海外布局历程.....	43
图表 85:	中联重科意大利 CIFA 工厂.....	44
图表 86:	中联重科中白工业园.....	44
图表 87:	中联重科主营业务拆分.....	46
图表 88:	中联重科可比公司对比.....	47

1 国内工程机械龙头，全球化布局顺利

1.1 产品多元化和全球化布局，打造国内工程机械巨头

中联重科是国内工程机械巨头，产品品类日趋完善、海外布局进展顺利。中联重科创立于1992年，主要从事工程机械、农业机械等高新技术装备及新型建筑材料的研发制造，主导产品涵盖18大类别、105个产品系列、636个型谱，是业内首家A+H股上市公司。公司2023年实现营业总收入470.75亿元，同比增长13.08%；归母净利润35.06亿元，同比增长52.04%；扣非归母净利润27.08亿元，同比增长109.51%。

公司发展可分为四大阶段，**1）成立与上市期（1992~2000年）**，1992年公司成立，之后整合长沙建机院混凝土机械部门，于1997年成立中联混凝土机械有限责任公司和中联起重有限责任公司，主业雏形初显。2000年10月，中联重科正式A股上市，股票代码为“000157”。**2）整体改制期（2000~2008年）**，2003年建机院、中联重科、浦沅集团、浦沅有限公司实现了四方重组并购；2004年建设部长沙建设机械研究院完成企业名称变更，更名为“长沙建设机械研究院有限公司”；2008年依托中联重科这一平台，建机院实现整体上市。**3）业务扩张期（2008~2018年）**，2008年中联重科收购陕西新黄工机械有限责任公司，进军土方机械；2010年中联重科H股在香港成功上市，募集资金达150亿港元，A股定向增发募集资金55亿元；2012年公司于印度建设第一个海外直接投资工厂；2014年公司并购全球著名升降机企Raxtar公司，同年收购奇瑞重工60%股份，进军农业机械领域；2015~2016年收购意大利Ladurner，在白俄罗斯成立合资子公司。**4）智造升级期（2018年~至今）**，2018年公司在望城工业园举行了高空作业机械产品发布会，标志着正式进军高空机械行业；高空作业机械智能工厂的投产，更是公司布局智能制造的战略落地；2018年公司签署AI战略合作协议，于上海成立工业互联网高科技公司——中科云谷；2019年中联重科智慧产业城挖掘机械园区开工建设，年产值200亿元；2022年中科云谷成功上线中联重科海外物联网平台，以数字化平台进一步推动国际化发展。具体发展过程中的重大事件如下：

图表1: 中联重科-大事记

时间	主要事件
1992年	中联重科的前身——长沙高新技术开发区中联建设机械产业公司正式挂牌成立。
1994年	原长沙建机院混凝土机械研究室、机械厂建制并入中联公司，中联公司从此有了自己的研发队伍和生产基地。
1996年	中联公司完成产值1.2亿元，利税4200万元，创历史高水平。
1997年	中联混凝土机械有限责任公司和中联起重有限责任公司成立
2000年	“中联重科”5000万股A股股票在深交所隆重上市，股票代码“000157”。
2003年	建机院、中联重科、浦沅集团、浦沅有限公司实现了四方重组并购；中联重科收购中标公司，迅速获得了环卫机械这一优质、成熟的业务。
2004年	建设部长沙建设机械研究院完成企业名称变更，更名为“长沙建设机械研究院有限公司”。
2008年	依托中联重科这一平台，建机院实现整体上市；中联重科正式并购全球混凝土设备领先企业意大利CIFA公司。
2010年	中联重科H股在香港成功上市，募集资金达150亿港元；A股定向增发募集资金55亿元。
2012年	中联重科与印度Electromech公司签署合资建厂协议，该工厂为中联重科第一个海外直接投资建设厂的项目。
2014年	中联重科并购全球著名升降机企业——荷兰Raxtar公司；收购奇瑞重工60%股份，全面进军农业机械领域。
2015年	中联重科全球发布全新涂装，并展示公司互联网+装备制造成果。
2018年	中联重科在望城工业园举行高空作业机械产品发布会。中联重科签署AI战略合作协议，于上海成立工业互联网高科技公司——中科云谷。中联重科高空作业机械公司发布三大类别高端智能全新产品。中联重科宣布收购全球塔机领先制造商德国WILBERT100%股权。
2019年	中联重科智慧产业城挖掘机械园区开工建设，该园区占地约1500亩，年产能3.3万台，年产值200亿元。
2021年	中联重科在意大利北部投资建设的欧洲新工厂正式落成，全球化布局进一步完善；中联农机成功中标联合国项目事务署农业机械长期采购资质招标项目，获得联合国官方认可的长期供应商资格。
2022年	中科云谷成功上线中联重科海外物联网平台，以数字化平台进一步推动国际化发展；由中联重科农机公司牵头及参与制定的两项农业机械国家标准正式发布，于2023年2月1日起开始实施。
2023年	公司主导产品市场地位持续领先，新兴潜力业务加速发展实现新突破，拆分高机业务独立上市。

资料来源：中联重科官网（企业年报、发展历程），国盛证券研究所

1.2 产品线丰富多样，工程机械、农业机械齐头并进

公司主要从事工程机械和农业机械的研发、制造、销售和服务。工程机械包括混凝土机械、起重机械、土石方施工机械、桩工机械、高空作业机械、应急救援装备、矿山机械、叉车等，主要为基础设施及房地产建设服务；农业机械包括耕作机械、收获机械、烘干机械、农业机具等，主要为农业生产提供育种、整地、播种、田间管理、收割、烘干储存等生产全过程服务。目前，主导产品已涵盖18大类别、105个产品系列、636个型谱。除工程机械、农业机械两大业务外，公司还拥有消防装备、二手设备、产品配件、金融服务等业务。

图表2: 公司主要产品谱系

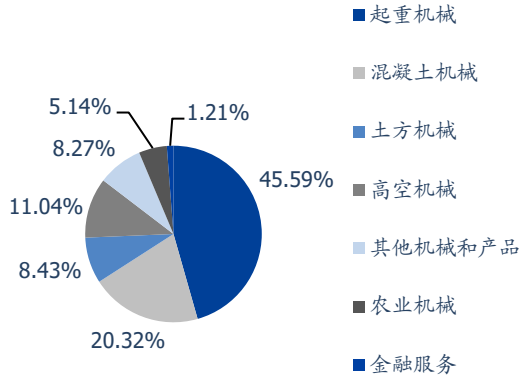
混凝土机械	<p>主要应用于公路建设、铁路建设、房地产建设、电力基础设施建设、轨道交通基础设施建设等领域</p>		泵车		搅拌车		布料机		混凝土搅拌站
起重机械	<p>广泛应用于基建、电力、油田、石化、港口和军工等领域的吊装作业</p>		汽车起重机		全地面起重机		塔式起重机		履带起重机
土方机械	<p>广泛用于建筑施工、水利建设、道路构筑、机场修建、矿山开采、码头建造、农田改良等工程中</p>		小挖		中挖		大挖		推土机
高空机械	<p>广泛应用于建筑施工、钢结构安装、室内外装修、建筑物幕墙清洗、仓库、超市、大型设备制造、机场、车站、大型展馆</p>		剪叉式高空作业平台		曲臂式高空作业平台		直臂式高空作业平台		高空喷涂机器人
农业机械	<p>农业机械包括农用动力机械、农田建设机械、土壤耕作机械、种植和施肥机械等。</p>		拖拉机		小麦收割机		插秧机		粮食干燥机
矿山机械	<p>矿山机械是直接用于矿物开采和富选等作业的机械，主要包括破碎设备、采矿机械、制砂设备、选矿设备、磨粉设备等。</p>		矿用钻机		矿用自卸车		移动破碎&筛分站		固定破碎机

资料来源: 中联重科官网, 立鼎产业研究网, 前瞻产业研究院, 华经情报网, 智研咨询, 华经产业研究院, 国盛证券研究所

公司土方机械、高空机械、农业机械等新兴板块营收比重快速提升, 产业多元化布局成效显著。2022 年公司起重机械营收占比 45.59%, 混凝土机械营收占比 20.32%, 土方机械营收占比 8.43%, 高空机械营收占比 11.04%, 其他机械和产品营收占比 8.27%, 农业机械营收占比 5.14%, 金融服务营收占比 1.21%; 2023 年公司起重机械营收占比

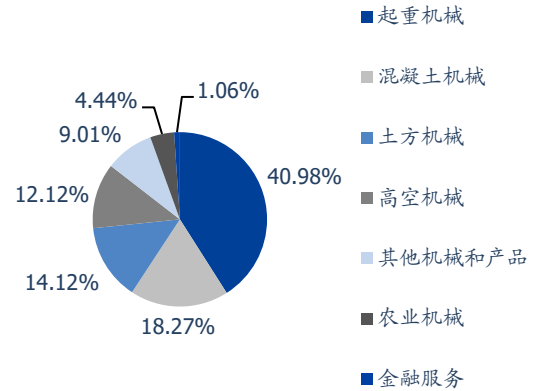
40.98%，混凝土机械营收占比 18.27%，土方机械营收占比 14.12%，高空机械营收占比 12.12%，其他机械和产品营收占比 9.01%，农业机械营收占比 4.44%，金融服务营收占比 1.06%。公司传统优势产品起重机械和混凝土机械营收占比有所下滑，土方机械一年攀升 5.69%，高空机械占比提升 1.08%，其他机械和产品占比提升 0.74%，农业机械和金融服务占比则分别下滑 0.70%和 0.15%。

图表3: 2022年中联重科分产品营业收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 2023年中联重科分产品营业收入占比

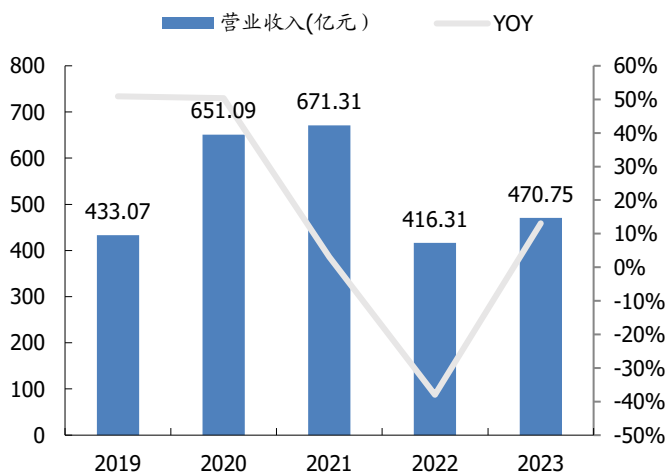


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 主营业务筑底反弹, 资产营运能力处于改善之中

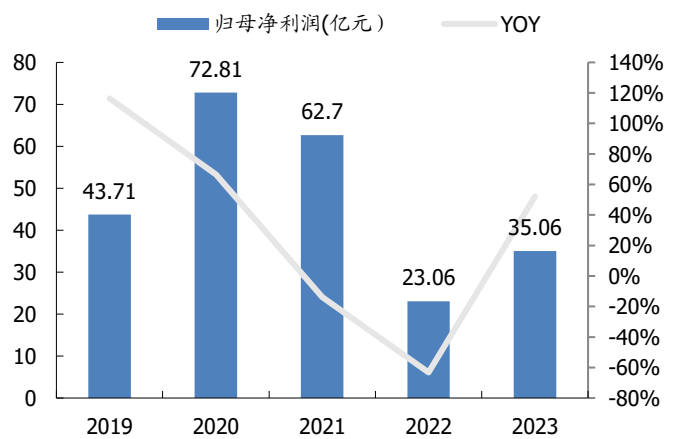
工程机械作为周期性行业, 和下游房地产、基础设施建设强相关, 收入和利润受行业周期影响较大。2022年开始, 我国商品房销售面积同比增长率开始为负, 并持续走低。中联重科作为工程机械龙头企业, 营业收入和营业利润也于2022年大幅下滑, 2023年公司则通过开拓海外市场 and 新兴业务实现业绩增长。近五年内, 公司营业总收入先上升后下滑, 2019~2023年公司营业总收入分别为 433.07/651.09/671.31/416.31/470.75 亿元, 归母净利润为 43.71/72.81/62.70/23.06/35.06 亿元。

图表5: 公司 2019~2023 营业收入



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表6: 公司 2019~2023 归母净利润



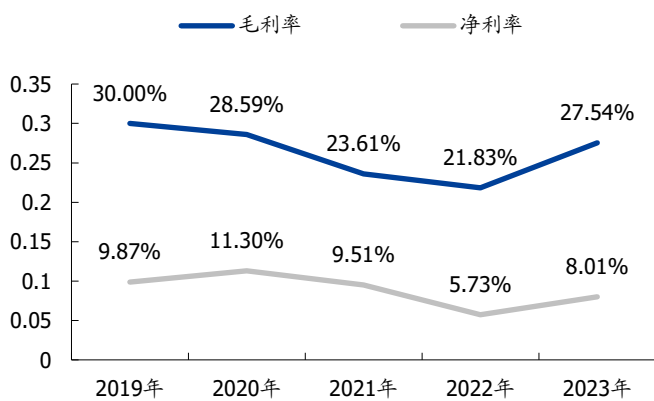
资料来源: ifind, 国盛证券研究所

整体业务触底反弹, 整体毛利率达到近三年最高水准。2019~2022年, 公司整体毛利率持续下滑。2023年, 得益于产品竞争力的增强、海外市场的成功开拓以及内部“极致降

本”措施的深入推进，公司业务出现了明显好转；毛利率回升至 27.54%，为近三年的最高水平；净利率也显著提升至 8.01%。但由于公司在研发领域进行了大规模的投入、大量招募海外销售团队、以及实施员工持股计划等股权激励，公司研发费用率、销售费用率、管理费用率也均有所上升，因此整体净利率仍未恢复至 2021 年的水平。

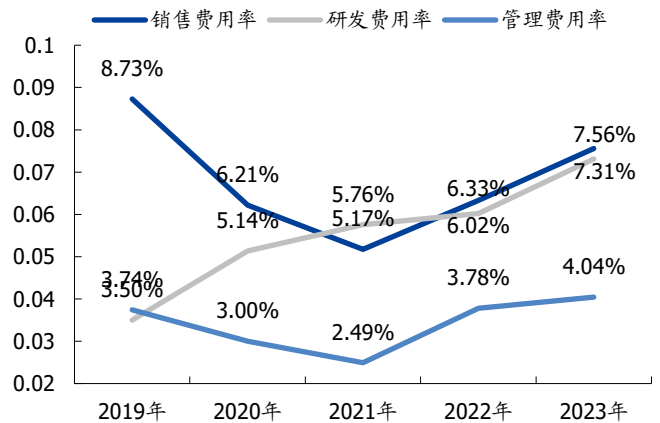
2019~2021 年公司业务持续扩张，规模优势逐步显现，销售和管理费用率均呈下降趋势。但近两年国内市场行情低迷，公司为拓展海外业务，仍选择继续维持国内庞大的销售团队，因此销售费用率也逐步从 2021 年的 5.17% 攀升至 2023 年的 7.56%；不过，随着部分国内销售员工调岗至海外，销售费用率预计将有所改善。管理费用率方面，公司于 2019 年和 2023 年分别执行了两期核心经营管理层持股计划，金额分别为 10.7 亿元和 13.4 亿元；因此 2023 年的管理费用率也略有提升，并达到了近五年的最高值 4.04%。研发费用率方面，由于公司致力于扩大研发投入以构筑企业发展护城河，2023 年公司研发费用率高达 7.31%，已连续四年高于 5%，并连续两年超过 6%。

图表7: 2019~2023 公司毛利率、净利率



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

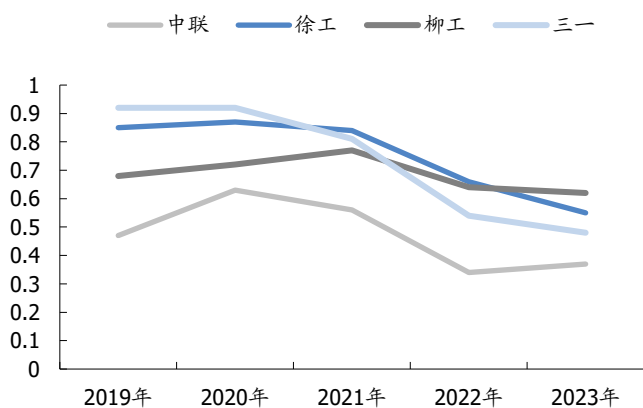
图表8: 2019~2023 公司费用率



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

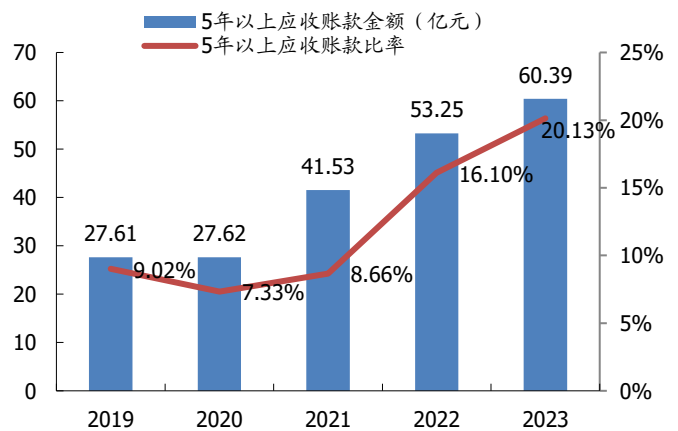
资产营运能力提升空间较大。自 2020 年以来，中联重科资产周转率不断下滑，从 0.63 下降到 2022 年的 0.34，2023 略微提升至 0.37，未来提升空间较大。自 2021 年起，公司应收账款结构开始出现变化，5 年以上应收账款金额逐年提升，2023 年为 60.39 亿元。同时自 2021 年起，公司 5 年以上应收账款金额占比也在不断攀升，2021 年为 8.66%，2022 年接近翻倍到达 16.10%，2023 年继续增长至 20.13%。

图表9: 可比公司资产周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 中联重科 5 年以上应收账款金额

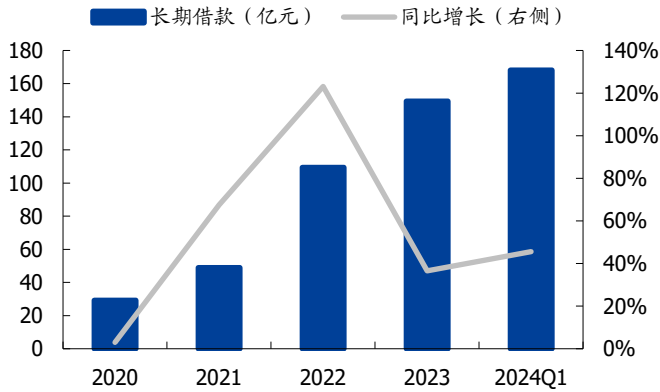


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

短期偿债能力稳定，长期尚无债务风险。2024Q1 中联重科短期借款为 16.95 亿元，较上年 Q1 减少了 78.57%；长期借款为 168.23 亿元，较上年 Q1 增加了 45.58%；表明中

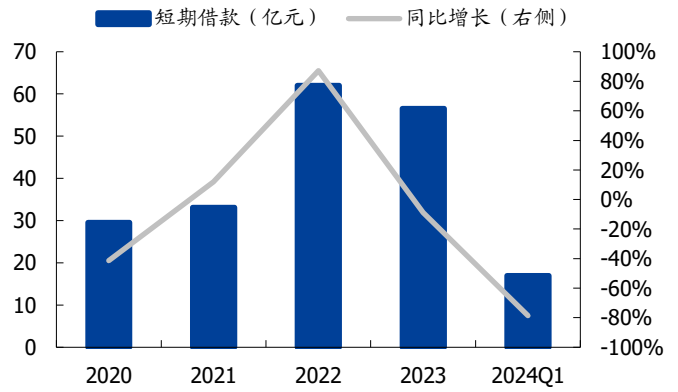
联重科近期正在调整短期债务结构，更多依赖长期借款融资，或与支持海外市场扩张与新兴业务发展的大规模投资计划有关。根据中联重科2024年第一季度财报，中联重科2024Q1流动比率为1.6，较上年Q1增长了5.96%；资产负债率为54.85%，较上年Q1下降了1.90%。表明公司近期债务占比减少，资本流动性充足，短期偿债能力有所加强，财务能力稳健。同时，企业杠杆率有所降低，业务规模的扩张并没有给企业带来过多债务风险。从短期来看，中联重科财务状况趋向良好；长期来看，企业杠杆率保持在合理水平，业务有序扩张尚无债务风险。

图表11: 2020年~2024年3月中联重科长期借款及其同比



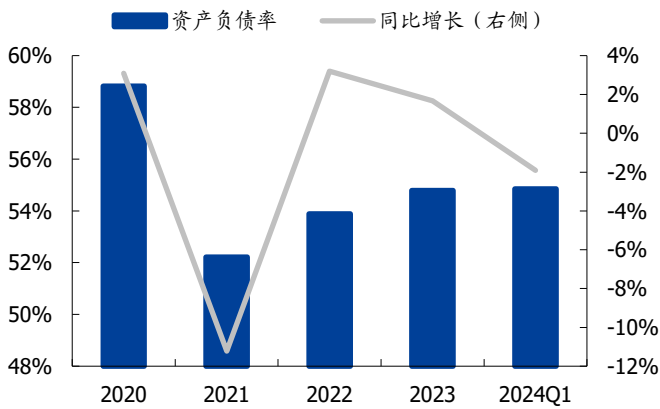
资料来源: Wind, 公司2023、2024年Q1报告, 国盛证券研究所

图表12: 2020年~2024年3月中联重科短期借款及其同比



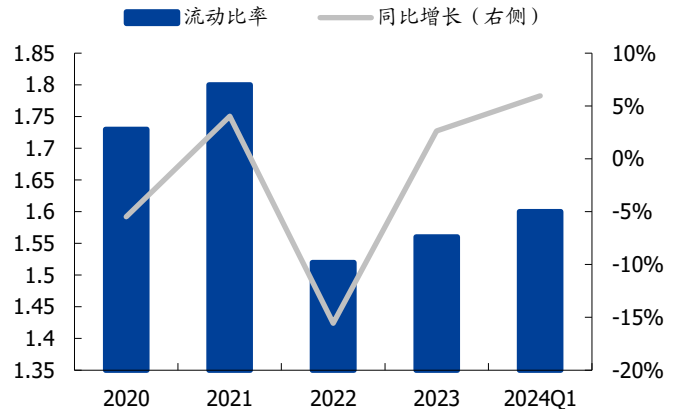
资料来源: Wind, 公司2024年Q1报告, 国盛证券研究所

图表13: 2020年~2024年3月中联重科资产负债率及其同比



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表14: 2020年~2024年3月中联重科流动比率及其同比

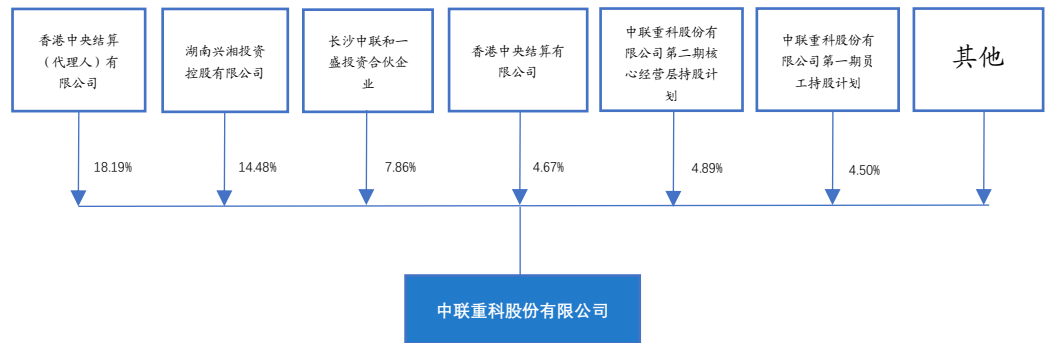


资料来源: ifind, 国盛证券研究所

1.4 湖南省政府参股企业，中国企业体制机制改革的典范

股权结构去中心化，公司创始人詹纯新长期担任董事长。中联重科一部分由研究所转制而来，经历了股份制改革、港股上市等发展阶段，这使得中联重科股权结构逐渐多元化，目前公司最大股东为湖南省政府旗下的“湖南省兴湘投资控股有限公司”，股份占比14.48%。上市公司股权多元化有利于科学合理决策机制的建立，避免高度集中型股权结构下大股东行使权力积极性很高，而小股东因份额较小忽略自身权益造成两极分化，有利于在内部形成一种制衡机制。

图表15: 中联重科股权结构



资料来源: ifind (截至 2024 年 9 月 7 日中联重科股权结构图), 国盛证券研究所

詹纯新董事长为享受国务院政府特殊津贴专家。1992 年, 詹纯新董事长率 7 名科技人员借款 50 万元创办中联重科, 1999 年中联重科股份有限公司成立以来一直出任中联重科股份有限公司董事, 自 2001 年开始出任董事长。

图表16: 公司高管履历

职务	姓名	主要履历
董事长	詹纯新	1955 年出生, 西北工业大学航空工程硕士和系统工程博士, 是享受国务院政府特殊津贴专家。1992 年创办中联重科, 1999 年中联重科股份有限公司成立以来一直出任中联重科股份有限公司董事, 自 2001 年至今出任董事长。曾获得多项称号及奖项, 主要包括享受国务院特殊津贴的专家、全国先进工作者、国家人事部专家服务中心专家顾问委员、国家科技进步奖评审专家、袁宝华企业管理金奖(中国企业管理最高奖项)、意大利莱昂纳多国际奖、CCTV 中国经济年度人物、中国杰出质量人奖等。
联席总裁	唐少芳	1974 年出生, 高级工程师。1996 年毕业于南华大学机械制造专业, 并于 2009 年获中南大学工商管理硕士学位。历任中联重科股份有限公司建筑起重机分公司常务副总经理、总经理。自 2019 年开始担任中联重科股份有限公司助理总裁、副总裁。
联席总裁	王永祥	1977 年出生, 1997 年毕业于西安工业学院机械制造专业。历任中联重科股份有限公司混凝土事业部营销公司总经理、混凝土机械事业部总经理助理、中联重科营运管理部部长。自 2019 年开始担任中联重科股份有限公司助理总裁、副总裁。
联席总裁	罗凯	1970 年出生, 1995 年毕业于太原重型机械学院起重运输与工程机械专业并获学士学位, 机械设计正高级工程师职称。历任中联重科股份有限公司工程起重机分公司工艺研究所所长、工程起重机分公司技术部副部长、工程起重机分公司履带吊事业部经理、工程起重机分公司副总经理、工程起重机分公司总经理。自 2019 年开始担任中联重科股份有限公司助理总裁、副总裁、联席总裁。
副总裁、总工程师	付玲	1967 年出生, 1988 年毕业于沈阳建筑工程学院(现沈阳建筑大学)并获建筑与起重运输机械专业学士学位, 1998 年毕业于吉林工业大学(现吉林大学)并获机械设计及理论专业博士学位, 并于 2002 年在中国农业大学车辆工程学院完成博士后研究工作。现兼任中央研究院院长、中科云谷科技有限公司董事长。历任中联重科环境产业公司副总经理、土方机械公司总经理。
副总裁	孙昌军	1962 年出生, 1983 年毕业于西南政法学院(现西南政法大学)并获法律学士学位, 1998 年毕业于武汉大学法学院并获法学博士学位。自 2006 年开始担任中联重科股份有限公司副总裁、首席法务官, 并兼任湖南省机械工业协会副会长、长沙市工商联副主席、湖南省法学会刑法学研究会会长、湖南省风险管理研究会会长、湖南省立法研究会副会长、中国证券法学研究会常务理事及第十三届湖南省政协委员等职务。

副总裁	申柯	1971年出生，硕士学位，盈峰环境第十届董事会董事。2020年9月至今任中联重科股份有限公司副总裁，2003年7月-2020年9月，先后任职中联重科股份有限公司投资发展部部长、董事会秘书、投资总监。曾任中联重科投资发展部副经理及部长、投融资管理部副部长、董秘办公室主任、董事会秘书、投资总监。
副总裁	胡克嫒	1966年出生，1988年毕业于湖南大学电气工程专业并获学士学位，于2005年毕业于湖南大学管理科学和工程专业并获硕士学位。历任中联重科股份有限公司办公室主任、房地产部经理、董事长助理、战略管理委员会副主任、管理委员会副主任。亦担任中联重科集团财务有限公司副董事长、中联资本管理有限公司董事、北京君来资本管理有限公司董事长等职务。曾获评长沙国家高新技术产业开发区优秀企业家。
副总裁	陈培亮	1972年出生，1994年毕业于湖南财经学院国际贸易专业并获学士学位。曾任中联重科海外公司总经理，中联重科混凝土机械公司常务副总经理，中联重科环境产业公司副总裁、执行总裁，中联新材有限公司董事长。曾获评长沙高新技术产业开发区优秀企业家与长沙市B类高层次人才。
首席财务官	杜毅刚	1975年出生，正高级会计师。于1997年毕业于湘潭大学国际会计专业并获学士学位，2011年9月完成湖南大学商学院MBA硕士专业课程。历任中联重科工程起重机公司财务经理、中联重科混凝土机械公司财务经理、中联重科财务管理部副部长、中联重科会计核算部部长、中联重科混凝土机械公司副总经理、中联重科财务管理中心主任、中联重科财务公司总经理、中联重科副总裁。
董事会秘书、助理总裁	陶兆波	1986年出生，2009年7月取得北京大学经济学学士、理学双学士学位，2012年7月取得北京大学经济学硕士学位，于2012年11月取得香港大学金融学硕士学位。2012年7月至2015年9月任职中信建投证券股份有限公司从事投资银行业务；2015年9月至2021年12月任职华泰联合证券有限责任公司从事投资银行业务；2021年12月至2023年10月任职华泰金融控股（香港）有限公司从事投资银行业务；2023年10月至2023年12月任中联重科股份有限公司助理总裁。
助理总裁	王芙蓉	1971年出生。1993年毕业于北京科技大学材料科学与工程专业并获学士学位，1998年毕业于中国人民大学工商管理专业并获硕士学位。曾任国家开发投资公司投资处处长、资本运作处处长，国投资本控股有限公司助理总经理，中国比利时基金董事，海峡汇富产业投资基金管理公司总经理，恒丰美林投资管理公司总经理。
助理总裁	田兵	1974年出生。1995年获得湖南师范大学文学学士学位，1999年获得湘潭大学法学学士学位，2007年获得湖南大学管理学学士学位，2013年获得湖南大学经济学学士学位。曾任中联重科股份有限公司行政管理部部长、中联重科混凝土机械分公司总经理、中联重科中旺分公司总经理。曾获得“长沙市高新区优秀企业家”称号。
助理总裁	秦修宏	1974年出生，获得中国矿业大学财务管理系统工程硕士学位与管理学博士学位。现兼任财务管理中心常务副主任，高级会计师，中国会计学会高级会员；具有独立董事任职资格。曾荣获“2015中国国际财务卓越人才”与“2015中国十大资本运营TOPCFO”荣誉称号。
助理总裁	董军	1968年出生，1990年毕业于合肥工业大学汽车与拖拉机设计制造专业并获学士学位，2008年完成中国科学院研究生院工程项目管理硕士专业课程。现兼任中联智慧产业城建设管理指挥部副总指挥、产线建设办公室主任、湖南中联重科材智科技有限公司总经理。亦担任中国表面处理协会涂装分会副理事长、全国安全标准委员会涂装分会委员等职务。
助理总裁	袁野	1984年出生，高级工程师。2008年毕业于浙江大学机械工程及其自动化专业并获学士学位，2011年毕业于浙江大学机械电子工程专业并获硕士学位。曾任中联重科总部中央研究院传动研究工程师、液压技术研究主管、新产品研发中心副主任，土方机械公司常务副总经理；现兼任中联重科土方机械公司总经理。
助理总裁	黄建兵	1971年出生，高级工程师。1994年毕业于重庆建筑大学起重运输与工程机械专业并获工学学士，2004年获吉林大学车辆工程工学硕士学位。曾任广西柳工机械股份有限公司副总裁、广西柳工集团有限公司副总裁。于2019年开始担任中联重科股份有限公司助理总裁，兼任中联重科股份有限公司混凝土机械公司总经理、印度事业部总经理。

资料来源: ifind, 国盛证券研究所

1.5 股权激励助力企业长期可持续发展，优异股利政策鼓舞投资者信心

股权激励绑定核心员工利益，助力企业发展。2023年8月，中联重科披露第二期核心经营管理层持股计划，公司以每股3.17元的价格，授予董事长2776万股限制性股票，占持股计划全部股票的6.55%，授予高管股票占持股计划全部股票的29.90%，授予其他核心员工股票占70.10%。股票交易解禁的业绩目标包括归母净利润的年度增长率和累计增长率，在归母净利润方面，要求以2022年公司归母净利润为基数，2023/2024/2025年归母净利润增长率需分别不低于40%/60%/110%，或2023年和2024年两年累计归母净利润增长率不低于50%，或2023~2025年三年平均净利润增长率不低于70%；另2024年度净利润不低于对标企业（三一、徐工、柳工、山推等）2024年度净利润的75分位水平，2025年度净利润不低于对标企业2025年度净利润的75分位水平。

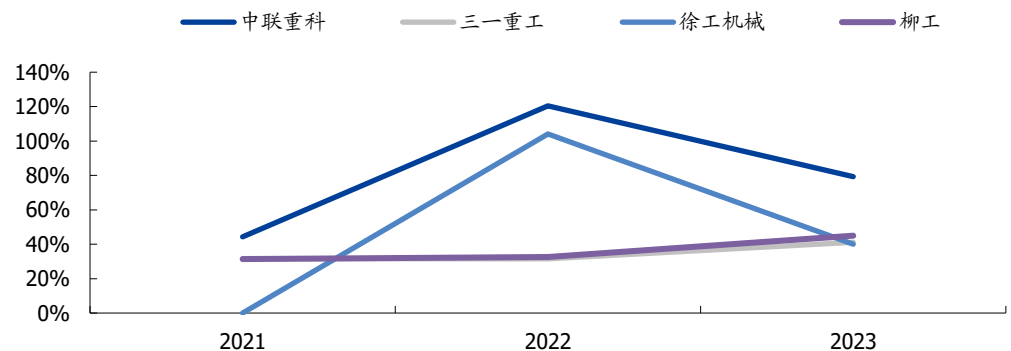
图表17: 二期持股计划股票解锁条件

解锁期	解锁条件	解锁份额占比
第一个解锁期	与业绩基数（2022年公司归母净利润）相比，2023年度归母净利润增长率不低于40%，且2023年度净利润不低于对标企业（徐工、柳工、山推等）2023年度净利润的75分位水平	40%
第二个解锁期	（1）与业绩基数相比，2024年度归母净利润增长率不低于60%，或2023年度和2024年度两年的平均净利润定比业绩基数增长率不低于50%；且（2）2024年度净利润不低于对标企业2024年度净利润的75分位水平	30%
第三个解锁期	（1）与业绩基数相比，2025年度归母净利润增长率不低于110%，或2023年度、2024年度、2025年度三年的平均净利润定比业绩基数增长率不低于70%；且（2）2025年度净利润不低于对标企业2025年度净利润的75分位水平	30%

资料来源：中联重科股份有限公司第二期核心经营管理层持股计划，国盛证券研究所

2021~2023年，公司已连续三年每10股分红3.2元。2023年中联重科全年实现归母净利润为35.06亿元，同比增长52%，并拟10股派发现金红利3.20元（含税），合计分红金额超过27亿元，分红率高达约80%。据证券日报，中联重科自上市以来，不包括2023年的分红，已累计分红超25次、分红金额超235亿元，超过公司从资本市场融资的金额，历史整体分红率约为42%，股息率长时间以来一直处于行业内领先水平。与此同时，近5年公司还持续开展大规模股份回购，合计回购金额近48亿元。中联重科在实现自身高质量发展的同时，高度重视回报全体股东，持续提升广大投资者的获得感，高分红率、高股息率、稳定的分红频次以及多次股份回购坚实支撑了公司的价值基础，鼓舞了投资者信心。

图表18: 中联重科股利支付率行业领先



资料来源：ifind，国盛证券研究所

2 传统业务稳中有升，新兴业务打造新增长极

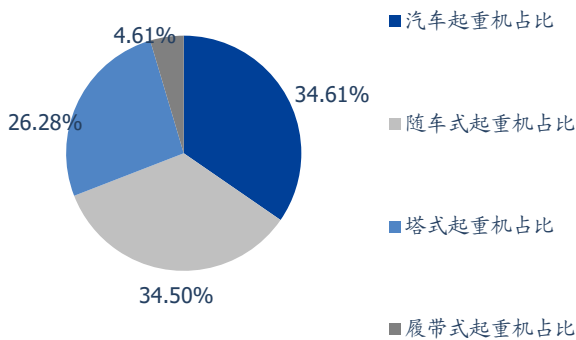
2.1 传统产品依赖性减弱，起重机械及混凝土机械竞争力持续增强

2.1.1 起重机械：行业领先，行业下行期国内业务短期承压

起重机械是指用吊钩等取物装置吊挂重物，并进行升降与运移等作业的机械设备，广泛应用于基建、电力、油田、石化、港口和军工等领域的吊装作业。从起重机械制造产业链环节来看，上游包括金属、橡塑等基础原材料，以及电动葫芦、电气控制系统、驱动电机等核心零部件；产业链中游为起重机械制造，主要分为塔式起重机、汽车起重机、随车起重机、履带起重机等；从产业链下游来看，主要应用领域包括工程建设、船舶工业、大型装备制造、港口物流等领域。整体来看，起重机械制造产业链市场参与主体多元化特征明显。据前瞻产业研究院测算，2023年我国起重机主要品类销售市场规模超过800亿元，预计到2029年中国起重机械制造系统集成市场规模超过950亿元，年均复合增速约为2.9%。

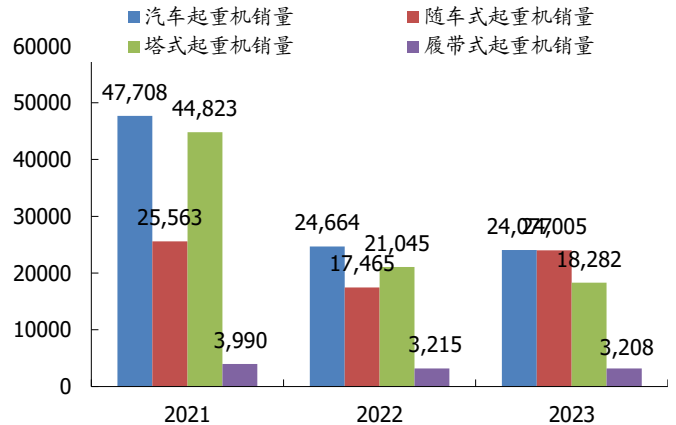
具体分品类来看，主要有塔式起重机、履带起重机、汽车起重机、随车起重机等。2023年全年，从中国起重机械制造的分品种类销量来看，汽车起重机销量最大，其次是随车起重机，两者占整体销量比重均在30%以上，履带起重机销量最少，占比不足5%。受工程机械下行周期影响，近三年来，中国主要起重机械销量呈下滑态势，2022年主要起重机械销量均出现大幅缩减，2023年随车式起重机触底反弹，履带式起重机销量企稳，汽车起重机和塔式起重机销量仍待复苏。2023年销售汽车起重机24077台，同比下降2.38%；销售随车起重机24005台，同比增长37.45%；销售履带起重机3208台，同比下降0.22%；销售塔式起重机18282台，同比下降13.13%。

图表19: 2023年各品种起重机销量占比



资料来源：慧聪工程机械网，国盛证券研究所

图表20: 2021~2023各品种起重机销量

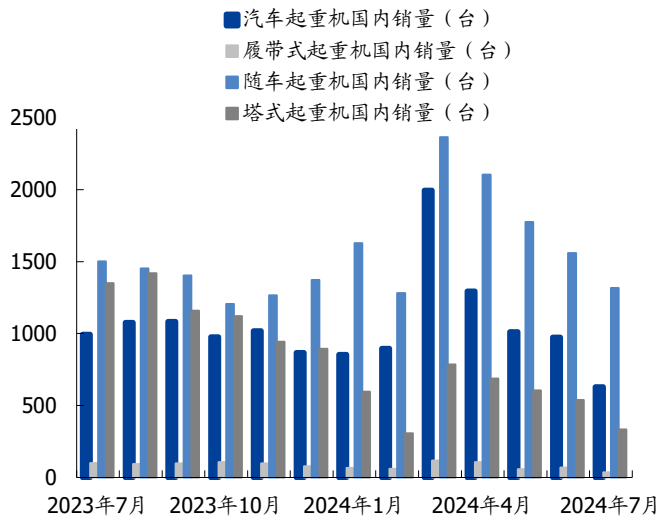


资料来源：慧聪工程机械网，中国工程机械工业协会，ifind，国盛证券研究所

2024年以来各类起重机销量均出现不同程度下滑，中联重科国内起重机械业务承压。2024年7月当月销售各类汽车起重机1239台，同比下降15.14%，其中国内630台，同比下降36.68%，出口609台，同比增长30.97%；当月销售各类履带起重机153台，同比下降32%，其中国内36台，同比下降64.36%，出口117台，同比下降5.65%；当月销售各类随车起重机1638台，同比下降12.36%，其中国内1317台，同比下降12.32%，出口321台，同比下降12.53%；当月销售各类塔式起重机509台，同比下降68.09%，其中国内334台，同比下降75.24%；出口175台，同比下降28.86%。除去汽车起重机、履带起重机、随车起重机2024年1月延续2023年涨势，自2024年2月以来各类起重机当月销量同比均出现不同程度下滑。其中，塔式起重机每月同比下滑超

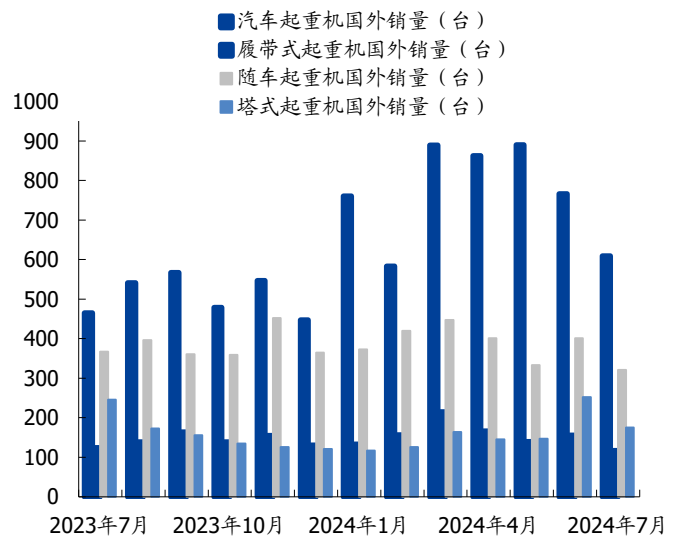
50%，汽车起重机和履带起重机每月下滑幅度在 25%左右，随车起重机每月下滑幅度在 10%左右。

图表21: 2023年7月~2024年7月各类起重机械国内销量



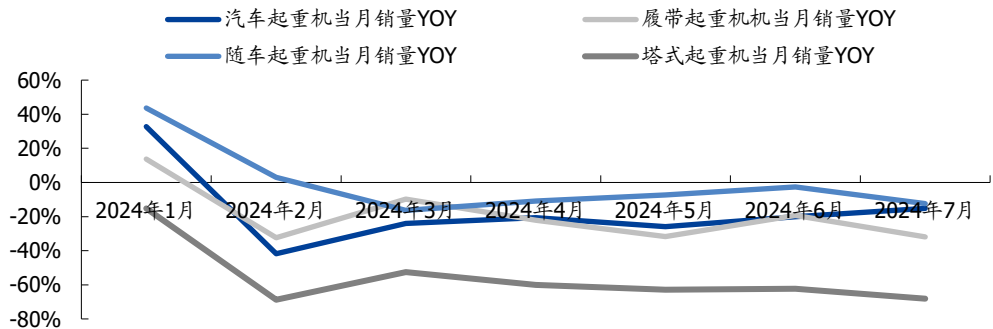
资料来源: 慧聪工程机械网, 国盛证券研究所

图表22: 2023年7月~2024年7月各类起重机械国外销量



资料来源: 慧聪工程机械网, 国盛证券研究所

图表23: 2024年1月~2024年7月各类起重机械当月销量同比



资料来源: 慧聪工程机械网, 国盛证券研究所

公司建筑起重机械销售规模稳居全球第一，工程起重机械市场份额也保持行业领先。2023年，公司 25 吨及以上汽车起重机、200 吨及以上全地面起重机、500 吨及以上履带起重机销量均位居行业第一。公司工程起重机械在土耳其和中亚市场中占有率最高；建起产品在土耳其市场保持第一地位的同时，沙特、马来西亚、越南、肯尼亚等地区的市占率也通过公司耕耘本地化战略迅速提升。

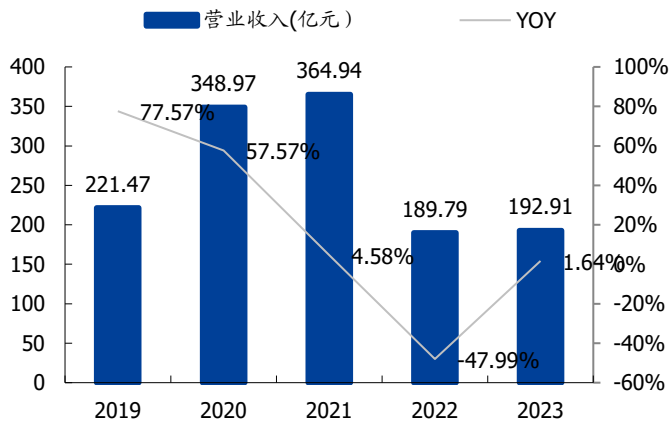
2023 年公司实现起重机械收入 192.91 亿元，同比增长 1.64%，起重机械在各产品中营业收入占比最高为 40.98%，相较去年下降 4.61pct，毛利率为 31.04%，相较去年提升 8.13pct。在市场格局上，汽车起重机、履带起重机呈现出“三足鼎立”，塔机市场中中联重科一家独大：

(1) 汽车起重机市场方面，徐工、中联、三一三家企业合计的市占率在 90%左右，市场集中度较高。

(2) 履带起重机市场方面，三一、徐工、中联三家企业占据了绝大部分市场份额，合计市占率高达 98%左右。

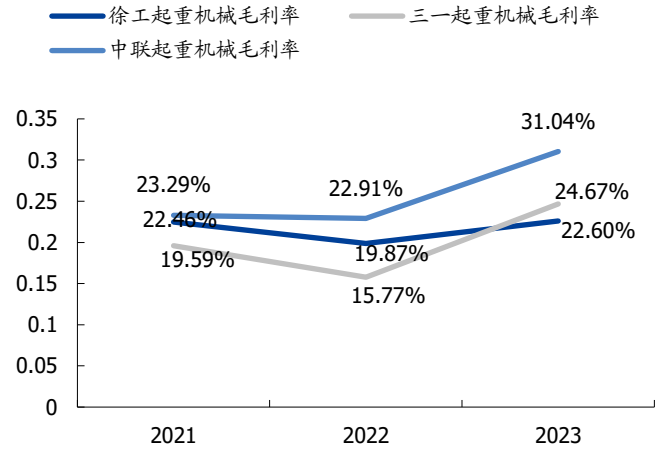
(3) 在 2022 全球工程机械 50 强峰会上发布的 2022 全球塔式起重机制造商 10 强榜单中，中联重科排名第一。中联重科塔机市占率高达 40% 左右，远超第二名，其中中联重科大塔市占率更是超过 50%。2023 年 4 月，中联重科下线交付全球最大塔式起重机 R20000-720，额定起重力矩达 20000 吨米，继续巩固自己在大塔市场的领先地位。伴随着装配式建筑的崛起，大塔需求持续增强，未来龙头公司市占率有望进一步提升。

图表24: 2019~2023年中联重科起重机营业收入情况



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表25: 2021~2023年徐工、中联、三一重工起重机械毛利率对比



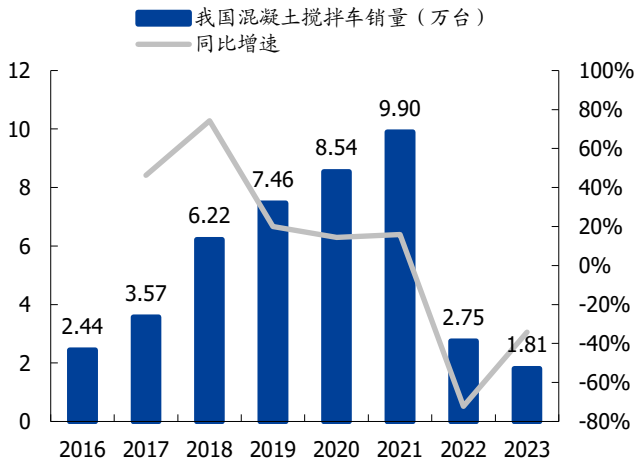
资料来源: ifind, 国盛证券研究所

2.1.2 混凝土机械: 毛利率回升, 新能源搅拌车带来新机遇

混凝土机械即利用机器取代人工把水泥、河沙、碎石、水按照一定的配合比进行搅拌，生产出建筑工程等生产作业活动所需的混凝土的机械设备。混凝土机械产品主要应用于公路建设、铁路建设、房地产建设、电力基础设施建设、轨道交通基础设施建设等领域，混凝土机械主要包括混凝土泵车、混凝土搅拌站、混凝土搅拌运输车及布料杆等，其中属泵车和搅拌车所占比重最大。据宇博智业预测，2024 年国内混凝土机械市场规模为 520 亿元，占工程机械行业比重为 17.7%。

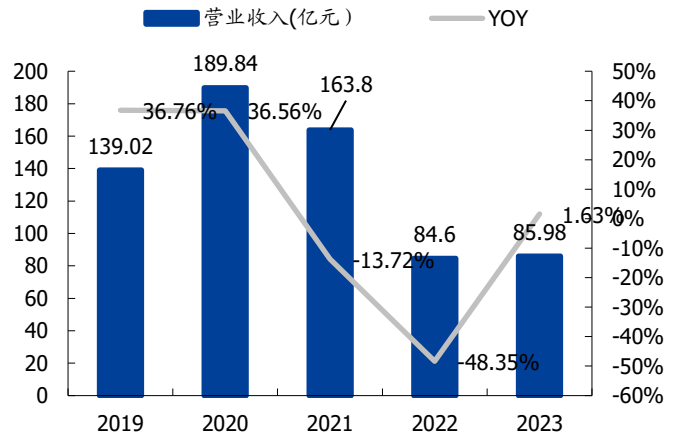
2023 年中联重科混凝土机械收入 85.98 亿元，同比增长 1.63%，混凝土机械占营业总收入的 18.27%，相比去年下降 2.05pct，毛利率为 22.92%，相比去年回升 1.89pct。2023 年中联重科的混凝土机械长臂架泵车、搅拌站市场份额稳居行业第一，搅拌车市场份额保持行业第二。当前，我国混凝土搅拌车市场已形成“两超多强”的竞争格局，“两超”是指三一和中联重科，其市场份额常年排名前二，“多强”是指徐工施维英、中集凌宇、中集瑞江、汉马科技等公司，其市场份额行业排名前十。2022 年中联重科搅拌车市占率 15.27%，23 年上半年上升至 10.37%，24 年上半年为 15.69%。

图表26: 2016~2023 我国混凝土搅拌车销量



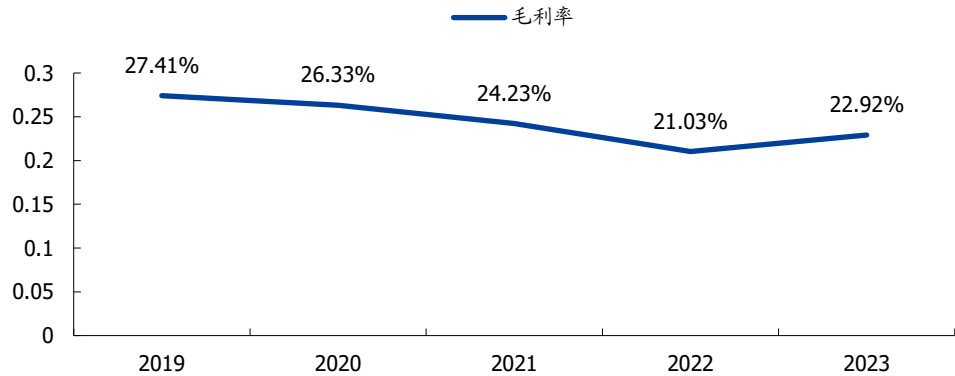
资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表27: 2019~2023 年中联重科混凝土机械营业收入情况



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

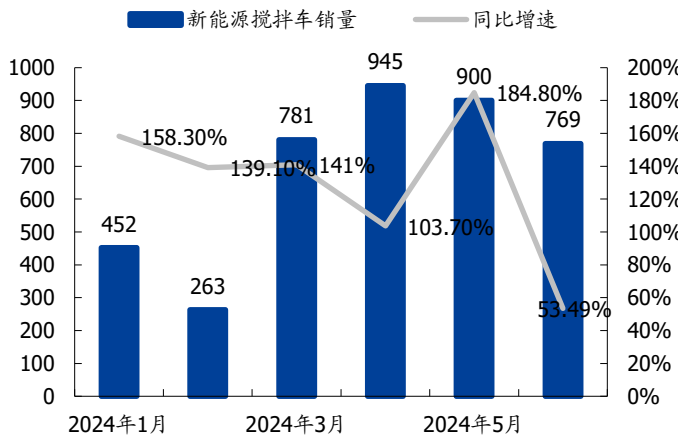
图表28: 2023 年混凝土机械毛利率回升



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

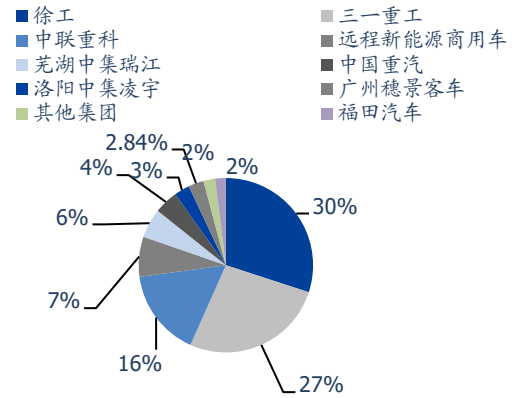
据电车资源统计上险数据,2023 年我国新能源搅拌车实现销量 5318 辆,大涨 147%;其中纯电动搅拌车市场销售 3583 辆,占比 67.38%,是搅拌车的第一大补能车型。随着环保政策日趋严格,新能源混凝土搅拌车逐渐兴起。虽然近 3 年混凝土搅拌车整体销量持续下滑,但是新能源混凝土搅拌车这一细分市场在国内呈现出强劲的增长势头。2024 年 1~6 月,新能源搅拌车保持高速增长,新能源搅拌车累计销量 4110 台,同比增长 117.5%;6 月实现新能源搅拌车销量 769 辆,同比增长 53.5%。**2023 年新能源搅拌车渗透率从 2022 年的 10.1% 高速增长至 29.3%。**据观研报告网预测,到 2025 年新能源混凝土搅拌车渗透率有望达到 40%。2024 年 1~6 月徐工集团、三一集团、中联重科分别以 1194 辆、1060 辆、645 辆的销量位列前三,占据了前 6 个月市场份额的 70.53%。其中,中联重科市占率达 15.69%,居行业第三,未来有望受益于混凝土搅拌车新能源进程。

图表29: 2024年1~6月新能源搅拌车销量



资料来源: 腾讯网, 汽车总站网终端上牌数据, 国盛证券研究所

图表30: 2024年1~6月新能源搅拌车市场格局



资料来源: 腾讯网, 汽车总站网终端上牌数据, 国盛证券研究所

2.2 新产品占比提升, 高机&挖机表现优异, 农机&矿机放量可期

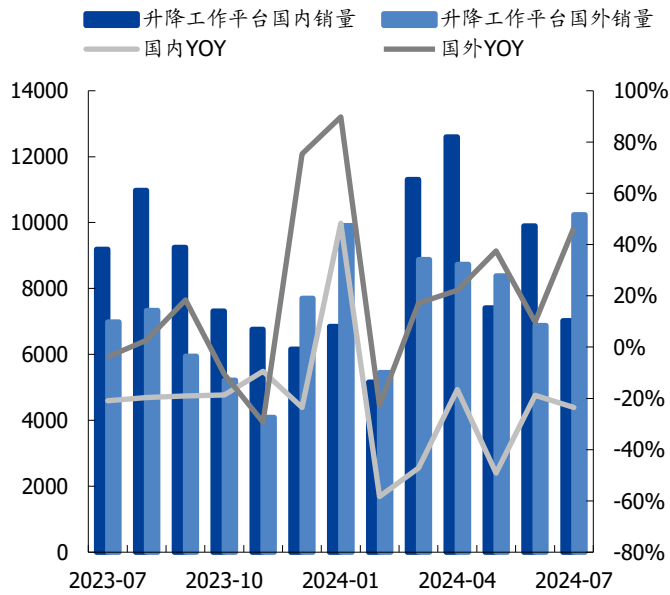
2.2.1 高机: 强势增长, 公司迅速跻身行业龙头

高空作业机械是一种将作业人员、工具、材料等通过作业平台举升到空中指定位置进行各种安装、维修等作业的专用设备。高空作业机械可替代吊篮、脚手架等传统登高机械, 能大幅提高高空作业的安全性及作业效率, 广泛应用于建筑施工、钢结构安装、室内外装修、建筑物幕墙清洗、仓库、超市、大型设备制造、机场、车站、大型展馆。建筑业是高空作业平台的重要运用领域之一。高空作业机械的一般分类为高空作业平台、高空作业车, 凡带有汽车底盘或其他车辆走行装置, 能在公路上行驶的是高空作业车; 而未带汽车底盘的, 就是高空作业平台。

国内高空作业机械渗透率仍有提升空间。根据慧聪工程机械网, 2023年国内全市场高空作业平台保有量预计从2014年的2.5万台增长至59.1万台; 并有望以22.03% CAGR的增长态势, 于2026年突破100万台。同时, 对标美国成熟市场, 2022年中国人均保有量仅为3.45台/万人, 而美国人均保有量已为23.12台/万人, 约为我国的6.7倍。因此, 未来国内高空作业平台市场至少还有3~5倍发展空间, 国内高机市场目前仍处于增量发展阶段。据世界知名高空作业平台杂志《Access International》测算, 2022年全球高空作业机械销量41.7万台, 创历史新高。其中, 中国销量20万台, 占比达到47%, 同比增长22%, 市场规模133亿元。2023年作为工程机械周期下行的一年, 大部分工程机械销量不如人意, 但高空机械强势增长。根据慧聪工程机械网, 2023年全年升降工作平台累计销售20.65万台, 同比增长5.29%, 高空作业车4139台, 同比增长23.44%, 预计2023年市场规模达到169亿元。

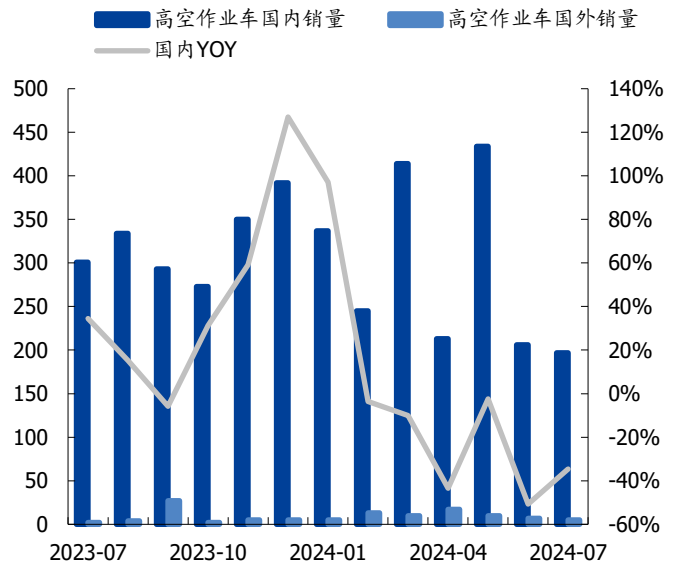
2024年1~7月累计销售各类升降工作平台11.87万台, 同比下滑12.57%, 累计销售各类高空作业车2113台, 同比下滑13.9%。2024年7月当月销售各类升降工作平台17264台, 同比增长6.75%, 其中国内7024台, 同比下降23.6%; 出口10240台, 同比增长46.6%。2024年7月当月销售各类高空作业车202台, 同比下降33.3%, 其中国内197台, 同比下降34.6%; 出口5台, 同比增加150%。受国内业绩拖累, 2024年升降工作平台和高空作业车销量未能延续2023年涨势, 升降工作平台与高空作业车国内销量均连续6个月同比下滑。

图表31: 2023年7月~2024年7月国内外升降工作平台销量



资料来源: 工程机械杂志, 中国工程机械工业协会, 国盛证券研究所

图表32: 2023年7月~2024年7月国内外高空作业车销量



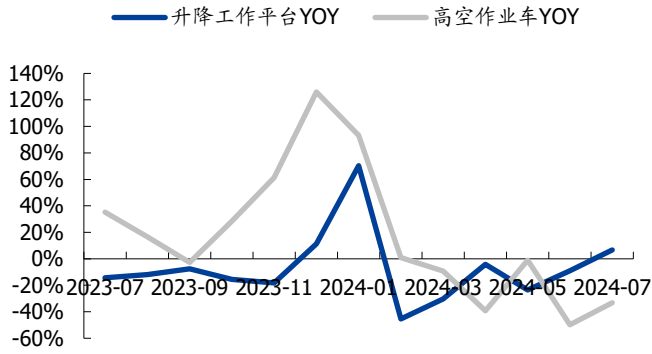
资料来源: 工程机械杂志, 中国工程机械工业协会, 国盛证券研究所

高空作业平台以租赁模式为主。主机厂出售高机给租赁商, 租赁商再将产品出租给有需要的客户, 除销量外还可以通过下游升降工作平台的出租率指数(100%出租率对应1000点)和租金价格指数判断行业景气程度。

2024年6月, 中国升降工作平台的出租率指数为646点, 环比略降2.1%, 同比下降11.1%。环比方面, 所有剪叉机型的出租率指数略有上升, 臂车机型的出租率指数均呈下降状态。具体来看, 8~12m机型的环比涨幅最大, 为5.6%; 36~39m机型的环比降幅最大, 为9.5%。同比方面, 6月的出租率指数普遍下滑; 其中8~12m机型的同比降幅最大, 达到17.7%。

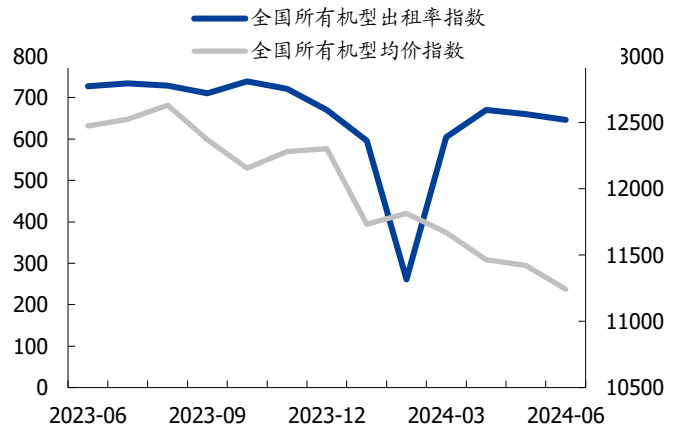
2024年6月, 中国升降工作平台的租金价格指数为11242点, 环比略降1.6%, 同比下降9.9%。环比方面, 除30~35m、36~39m机型的租金价格指数略有上涨外, 其他所有机型租金价格指数均小幅下滑; 其中14~16m机型的租金价格指数降幅最大, 为4.4%。同比方面, 所有机型租金价格均出现普遍下滑; 其中26~28m机型的同比降幅最大, 达到16.3%。

图表33: 2023.7~2024.7 升降工作平台、高空作业车销量 YOY



资料来源: 工程机械杂志, 中国工程机械工业协会, 国盛证券研究所

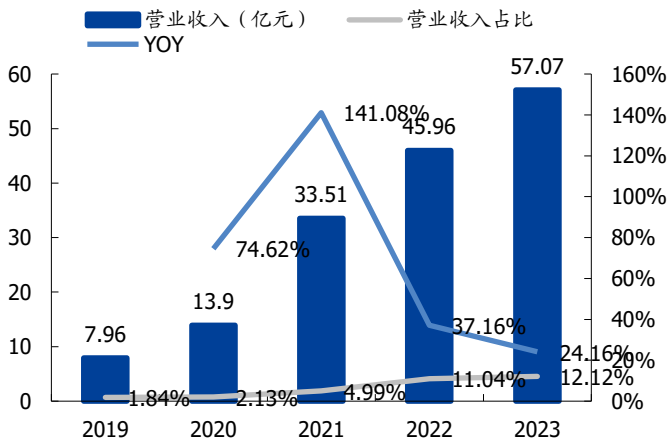
图表34: 2023.6~2024.6 升降平台出租率及租金指数



资料来源: 中国工程机械工业协会, 国盛证券研究所

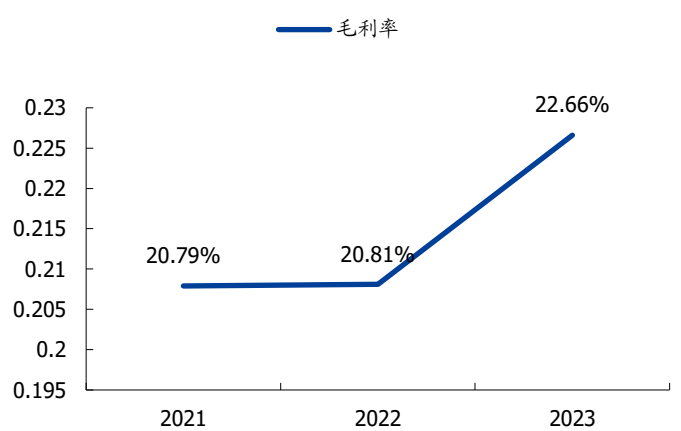
公司于**2018年**进入高机市场, 迅速跻身行业龙头。2018年10月中联重科发布三大类别、8个型号的高空机械, 2023年公司全球排名和国内排名保持在第7名和第3名, 实现营业收入57.07亿元, 同比增长24%, 营业占比12.12%。如今, 公司高空机械产品型谱实现4-72米全覆盖, 为国内型号最全的高空设备厂商, 电动产品、臂式产品、超高米段产品等关键技术水平领先; 行业内率先推出新一代分布式驱动电液集成控制技术, 整体电动化率超90%, 处于行业领先水平。公司重点聚焦海外, 推进本土化生产制造, 已突破北美、欧盟区域, 实现品牌的向上突破。

图表35: 2019~2023 中联重科高空机械行业收入情况



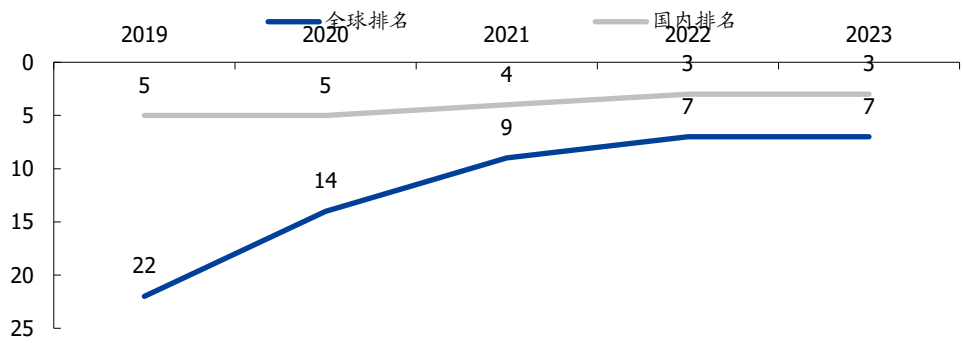
资料来源: 公司公告, 高空机械工程, 国盛证券研究所

图表36: 2021~2023 中联重科高空机械毛利率走势



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表37: 2019~2023 中联重科全球及国内高空机械制造商排名



资料来源: 星邦智能, 云上资讯大分享, 6300 工程机械信息网, 慧聪工程机械网, 《Access International》, 国盛证券研究所

高机板块分拆上市, 资本注入助力企业成长。2023年7月11日, 中联重科发布分拆所
属子公司—湖南中联重科智能高空作业机械有限公司, 并与此前收购的上市公司—深圳
市路畅科技股份有限公司 (路畅科技 0002813.SZ) 进行重组上市的预案。具体方案为,
路畅科技按 23.98 元/股的发行价格 (最终交易价格为 94.24 亿元) 向中联高机的 29 名
股东发行股份, 收购其持有的中联高机 100% 股份; 并向不超过 35 名特定投资者非公开
发行股份, 募集不超过 33.5 亿元配套资金; 其中, 23.5 亿元将用于补充路畅科技和中联
高机的流动资金或用于偿还债务, 另外的 10 亿元将用于墨西哥生产基地建设项目。

此次分拆重组, 有助于中联高机拓宽融资渠道、增强资金实力、扩展业务布局, 从而更
好的融入全球市场, 实现打造世界一流先进制造产业集群的目标。高机板块独立上市,
将有利于中联重科实现不同业务间均衡发展并强化在高空作业平台上的优势, 释放新兴
业务板块估值潜力。募集的 10 亿资金用于墨西哥生产基地建设项目, 将有效促进中联重
科高空作业业务在美洲地区的海外本土化生产, 落实公司的全球化战略布局, 持续提升
盈利水平。

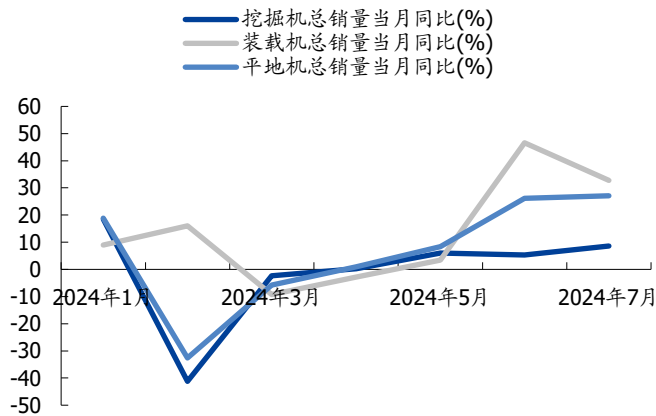
2.2.2 土方机械 (主要是挖机): 竞争力持续增强, 聚焦中大挖保障经营利润

土方机械即挖掘、铲运、推运或平整土壤和砂石等机械, 广泛用于建筑施工、水利建设、
道路构筑、机场修建、矿山开采、码头建造、农田改良等工程中, 包括挖掘机、装载机、
推土机、平地机等。在各类土方机械中, 挖掘机销量最大, 市场份额最高。据 QY Yresearch
统计, 2023 年全球挖掘机市场销售额达到了 1496 亿元, 预计 2030 年将达到 2050 亿
元, 年复合增长率 (CAGR) 为 5.0%。挖掘机下游主要包括房地产开发、基础设施建设、
采矿业等行业, 2023 年中国商品房销售面积完成 11.2 亿平方米, 同比下滑 8.5%; 商品
房销售额完成 11.7 万亿元, 同比下滑 6.5%; 采矿业营业收入完成 61275.1 亿元, 同比
下滑 8.6%; 煤炭开采和洗选业营业收入完成 34958.7 亿元, 同比下滑 13.1%; 石油和
天然气开采业营业收入完成 11857.9 亿元, 同比下滑 5.9%; 黑色金属矿采选业营业收
入完成 4723.5 亿元, 同比增长 2.8%; 有色金属矿采选业营业收入完成 3491.8 亿元,
同比增长 3.1%; 非金属矿采选业营业收入完成 3621.2 亿元, 同比下滑 3.0%, 下游市
场需求下滑对挖掘机销量影响较大。2023 全年销售挖掘机 19.50 万台, 同比下降 25.4%;
装载机销售 10.39 万台, 同比下降 15.8%; 平地机销售 6606 台, 同比下降 8.5%。

2024 年 1~7 月, 挖掘机实现累计销量 11.69 万台, 同比下降 3.72%, 装载机实现累
计销量 6.54 万台, 同比增长 3.5%, 平地机实现累计销量 4588 台, 同比增长 11.39%。
24 年以来挖掘机、装载机、平地机 YOY 逐渐回正, 5 月后主要土方机械均实现同比正增
长: 其中 7 月份挖掘机销售 13690 台, 同比增长 8.6%; 装载机销售 8379 台, 同比增长
27.15%; 平地机销售 612 台, 同比增长 32.75%, 市场逐渐修复。2024 年 3-7 月, 挖掘

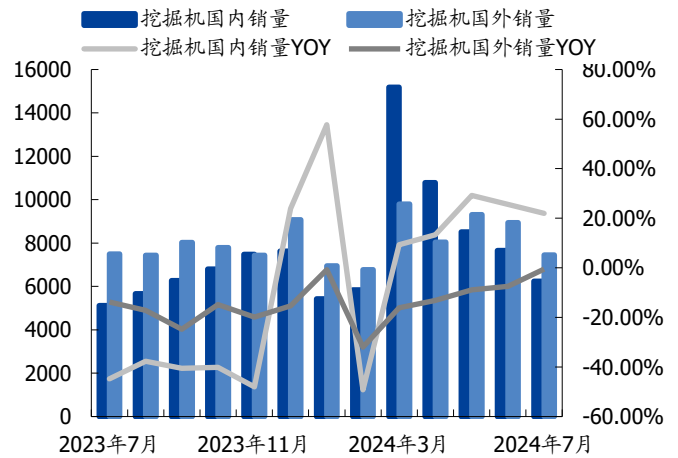
机国内总销量分别为 1.52、1.08 万辆以及 8518、7661、6234 辆，分别同比增长 9.27%、13.34%、29.22%、25.63%、21.95%，连续五个月都实现了正向增长，国内市场回暖迹象明显。

图表38: 2024年1-7月挖掘机、装载机、推土机当月销量 YOY



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表39: 2023.7~2024.7 挖掘机国内外销量 YOY

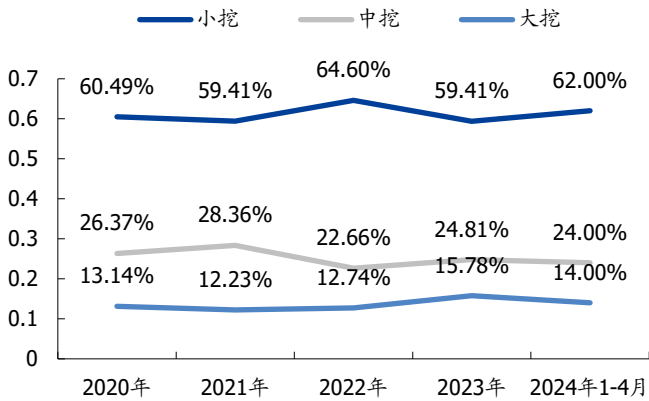


资料来源: ifind, 国盛证券研究所

2024年初，中国挖掘机市场结构调整明显。依中国工程机械工业协会统计数据，2024年1-4月：小型挖掘机累计销售 42778 台，同比下降 8.22%，中型挖掘机累计销售 16330 台，同比下降 11.87%，大型挖掘机累计销售 9678 台，同比下降 12.85%。2024年1-4月小型挖掘机销售占全部销量的 62.18%，为近五年较高水平，中型挖掘机占全部销量的 23.74%，大型挖掘机占全部销量的 14.07%。相比 2023 年，2024 年小型挖掘机销售份额提升，中大型挖掘机份额均有所下降，近期挖掘机销量回暖或因国内小挖畅销导致，背后的主要原因可能是中国目前的老龄化问题和农村劳动力短缺，因此需要机器人替人，此外，小挖生命周期较短，因此率先受益于设备更新替换周期。

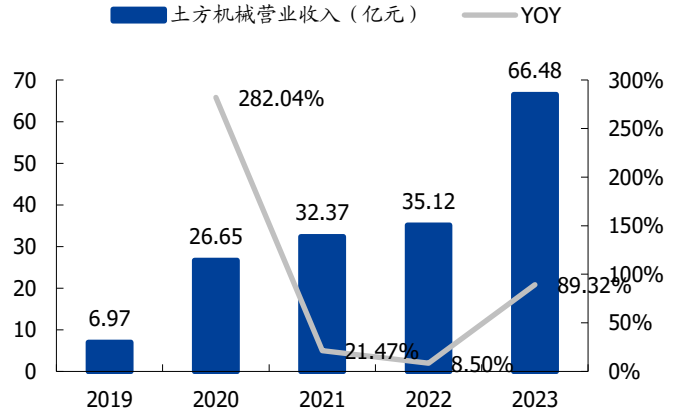
2023 年中联重科土方机械收入 66.48 亿元，同比增长高达 89.32%，土方机械营业收入占比为 14.12%，相较去年提升 5.69pct，毛利率为 27.93%相较去年提升 4.46pct。2023 年公司土方机械收入增速高居产品线第一，毛利率居产品线第二位。在中联重科的发展史中，土方机械一直是中联重科的短板，2008 年中联重科收购陕西新黄工机械有限责任公司后，进军土方机械，当年营业收入为 1.16 亿元，后又投资渭南挖掘机工业园，但遭遇 2015 年工程机械萧条，行业地位未有起色。2019 年以来公司挖掘机业务快速扩张，2019~2023 年土方机械营业收入 CAGR 达 75.74%。根据长沙晚报，2023 年前三季度，中联重科中大挖市场份额已位居国内行业第三。

图表40: 2020~2024Q1 各类型挖掘机销量占比



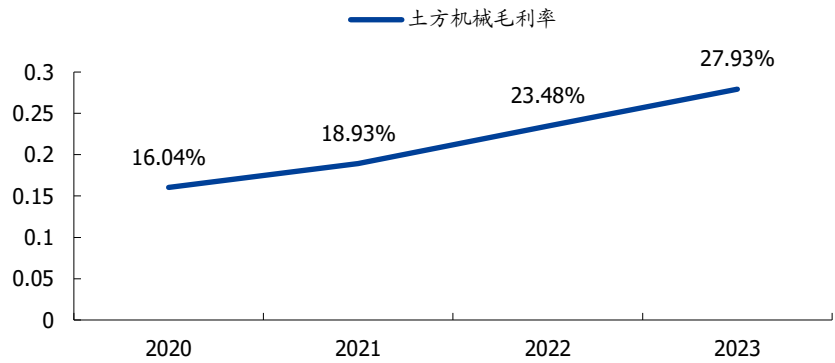
资料来源: 慧聪工程机械网, 中国工程机械工业协会, 今日工程机械, 国盛证券研究所

图表41: 2019~2023 中联重科土方机械营业收入和 yoy



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表42: 2020~2023 中联重科土方机械毛利率走势



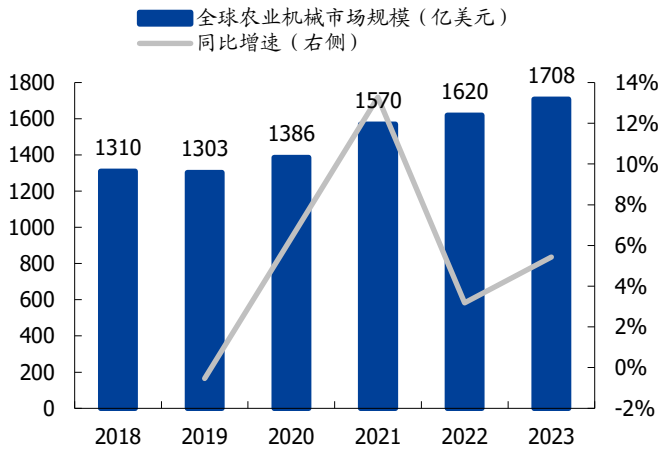
资料来源: ifind, 国盛证券研究所

2.2.3 农机: 部分产品市占率多年行业领先, 凭靠技术积累与全球运营勇闯万亿市场

农业机械是种植业、畜牧业、林业和渔业等生产应用过程中动力机械和作业机械的总称。农业机械包括农用动力机械、农田建设机械、土壤耕作机械、种植和施肥机械等。广义的农业机械还包括林业机械、渔业机械和蚕桑、养蜂、食用菌类培植等农村副业机械。根据用途分, 农业机械可以分为通用农业机械和专用农业机械, 专业农用机械包括耕作机械、施肥机械、收获机械等, 通用机械包括农用动力机械等; 根据农业机械的作业方式, 可以分为行走作业农机和固定作业农机。

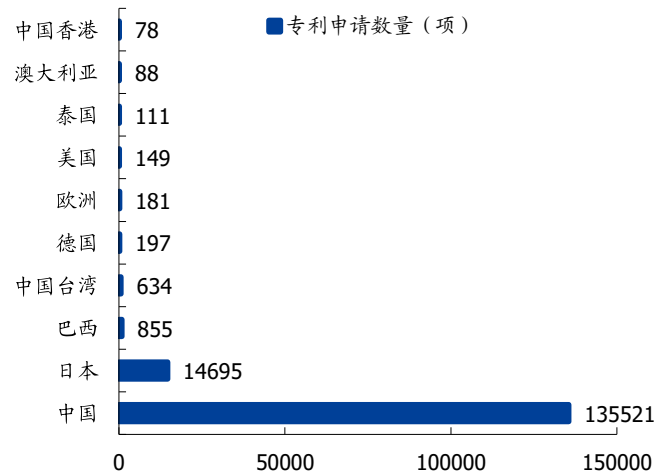
目前全球农业机械制造行业逐渐形成国际巨头规模化竞争和中小企业细分市场并存的格局。尽管约翰·迪尔、凯斯纽荷兰、爱科等国际农业机械生产巨头仍然在全球农业机械制造行业中占据着主导地位; 但随着欧美地区对大型先进农业机械市场的需求趋向饱和, 行业增长主要依赖于设备迭代; 中小企业逐渐通过专注于细分市场、坚持自主产品特色、与国际巨头错位互补的战略布局迅速崛起。我国作为拥有庞大人口数量、农业机械市场需求还在持续扩张的国家; 自主生产的农机产品种类也愈加丰富, 产品性能愈加优化。2023年, 在中国不同农业机械设备中, 拖拉机销售额占比最多, 达30.77%, 其次分别为玉米收割机、水稻收割机、小麦收割机、水稻插秧机、棉花收获机, 占比分别为11.64%、7.25%、4.94%、4.46%、3.02%。

图表43: 2018~2023 全球农业机械市场规模



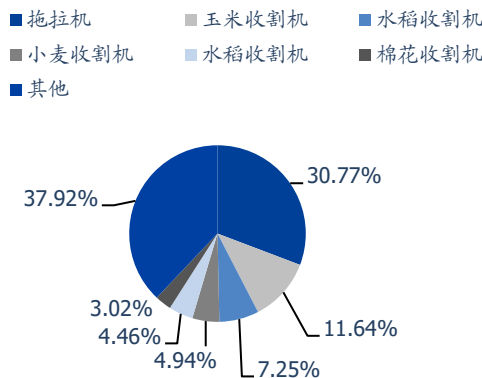
资料来源: FactMr, 中商情报网, 中研网, 国盛证券研究所

图表44: 全球前十名农业机械专利申请数量



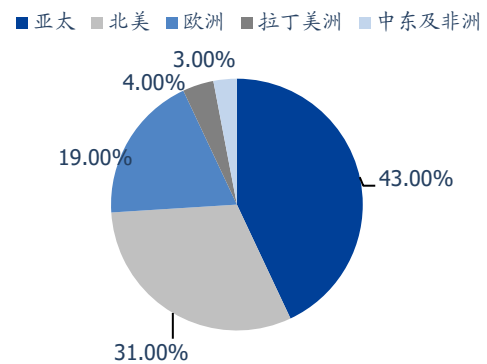
资料来源: 华经情报网, 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表45: 2023 中国不同农业机械设备销售额占比情况



资料来源: 中商产业研究院, 国盛证券研究所

图表46: 全球农业机械市场地区占比



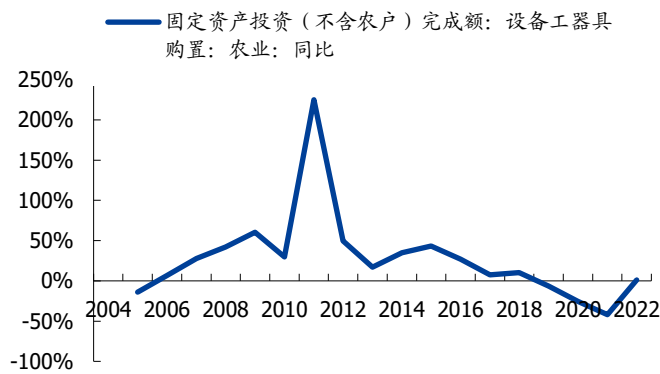
资料来源: Precedence Research, 中商产业研究院, 国盛证券研究所

再度上调老旧农机报废补贴额度, 农机设备需求有望回春。2024年7月印发的《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》特别表示, 农业将作为更新替换补贴的重点行业: 报废20马以下的拖拉机的, 单台最高报废补贴额由1000元提高至1500元; 报废联合收割机、播种机等设备并新购同类机具的, 按现行补贴标准基础上提高不超过50%; 报废并更新购置采棉机的, 单台最高报废补贴额由3万元提高到6万元。此外, 各地区可灵活新增不超过6个农机种类的补贴范围, 并按规定测算补贴标准。

农机购置补贴力度加码, 精准驱动农机设备向高端化转型。除去上调老旧农机报废补贴额度, 刺激大规模设备更新外; 国家政策还直接从农机购置补贴入手, 鼓励农户购置智能高端化设备, 以此促进我国农机行业技术升级与结构优化。2024年, 国家财政创下自2016年补贴放缓后新高, 拟安排246亿元专项资金用于农机购置与应用补贴, 较2023年大幅增长了69.66%。相较于上一轮补贴政策, 今年4月份公示的《2024-2026年全国农机购置与应用补贴机具种类范围》又进行了更为精细化的划分和扩充, 新增了10大类、11个小类以及18个品目, 纳入了更多先进适应性机具。补贴政策更是重点支持大型、智能、高性能、农业生产或发展急需机具的推广与应用, 例如提高混合动力或电力等新能源农具补贴额度至35%, 提高供不应求或生产急需的移动式烘干机、履带式拖拉机与收获机补贴额度至40%, 但减少甚至取消保有量明显过多、技术相对落后的机具补

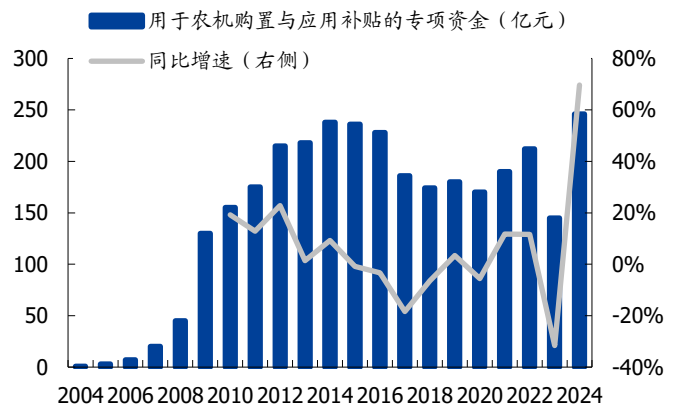
贴，引导市场向符合现代农业发展趋势的先进装备倾斜。《2024-2026年全国通用类农业机械中央财政资金最高补贴额一览表（公示稿）》也明确表示国家未来三年的农机补贴将以“优机优补”为主导，重点支持智能化、高端化农机的发展，淘汰低端落后设备；未来政策补贴重点将聚焦在助力粮食提单产的农具、大马力高端智能农机和丘陵短板农机上。具体表现在：新增80马以上智控拖拉机的补贴内容，部分动力换挡、无级变速和智能控制拖拉机的最高补贴额度提升至74700元；200马以上的动力换挡拖拉机补贴额度提升至72200元；激励行业向大马力智能化农机发展，提升大型、大马力机型占比。履带拖拉机由之前最高的补贴档次110马力细分到了150马力，补贴额度提高至54200元；轻型履带机补贴额度也提升了3200元以上；引导国内拖拉机市场改变“重轮式轻履带现状的风向。对各类农具进行更明显的分类；增加育秧播种、条播机、旋耕播种机、侧身施肥装置等品目，推广高性能传播机，新增“小型收割机”补贴额7500元，支持大小型农机在南方丘陵山区、梯田等的推广力度。因此，未来智能高端化农机设备需求将得到更大程度的释放，在研发与生产上投入大量资源的领军农机制造企业有望从中获益。

图表47：2004年~2022年农业设备工器具购置同比增速



资料来源：ifind，国盛证券研究所

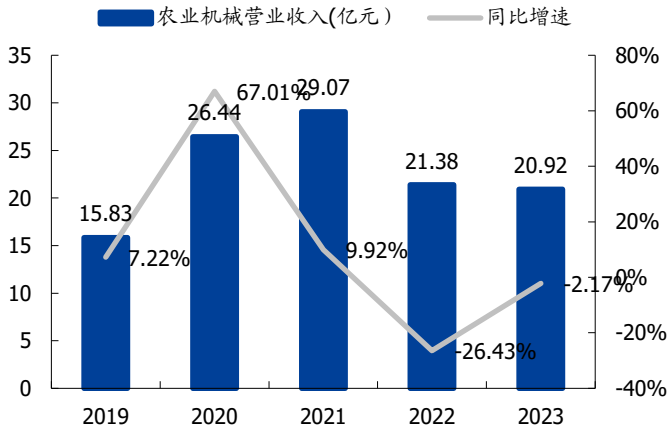
图表48：2004年~2024年用于农机购置与应用补贴的专项资金及同比



资料来源：威马农机招股说明书，财政部，360农机网，中国农村新闻网，国盛证券研究所

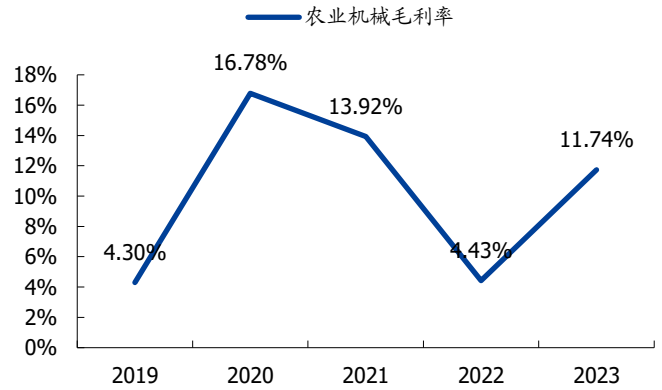
持续推进智慧农业发展，中联重科成功实现向高端化转型。2014年中联重科收购奇瑞重工60%股份，全面进军农业机械领域。2018年，中联重科与吴恩达教授的人工智能公司Landing.AI签署战略合作协议，标志着中联重科高起点跨入人工智能技术领域，成为国内首家AI农业装备制造企业。此后，公司通过项目新建、收购等方式，不断壮大农机业务，持续提升农业生产的机械化、数字化和智能化水平，积极推动“互联网+智能农机”的智慧农业发展。近年来，公司已陆续发布了国内首创的大马力AI拖拉机、小马力纯电拖拉机、AI小麦收获机和混动小麦机等创新产品。目前，公司作为全国农机产品系列最全、产品涵盖北方旱田作业机械、南方水田作业机械、经济作物机械、收获后处理机械四大系列的农机装备制造企业，已拥有授权专利1800多项，并获得产品技术奖励15项。其中，耕王（拖拉机）、谷王（收获机）产品系列深入人心，市场占有率多年行业领先；烘干机多年蝉联业界最受欢迎产品，公司创制的抛秧机也引领了种植农艺的变革。尤其是公司构筑的水稻生产全程数字化管理与智能装备产业化，在今年荣获了“2023中国智能制造十大科技进展”。2023年公司农业机械收入为20.92亿元，同比下降2.17%，毛利率11.74%，提升7.31pct，农业机械收入占总收入的4.44%，下降0.70pct。

图表49: 2019~2023 中联重科农业机械营业收入情况



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

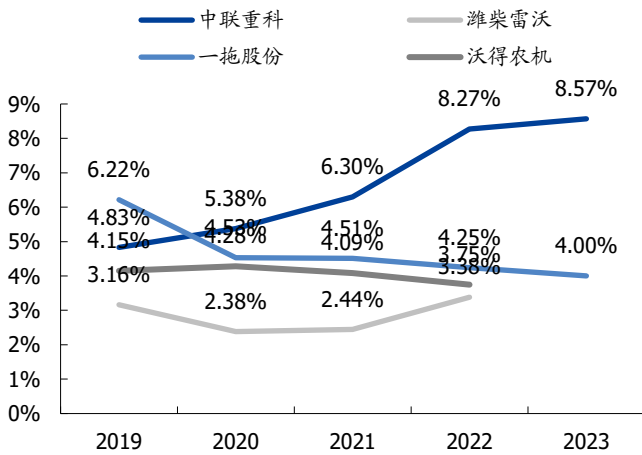
图表50: 2019~2023 中联重科农业机械毛利率



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

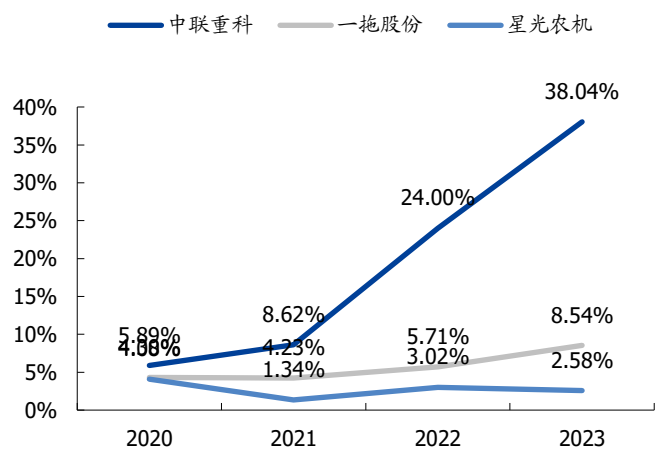
2023 年中联重科烘干机、小麦收获机在国内市场份额保持领先地位，高额的研发投入与发达的海外运营领跑业内其他公司。我们选取三家头部农机企业进行比较，2019~2023 年中联重科研发费用率从 4.83% 持续提升至 8.57%，其他头部企业研发费用水平仅在 4% 左右，中联已连续三年超过其他三家公司，且研发费用率差距在不断扩大。在海外运营方面，中联重科海外收入占比也远高于其他上市农机公司，公司独特的端对端、数字化运营体系将有效助力公司海外农机业务的开拓和业绩的增长。

图表51: 2019~2023 可比农机公司研发费用率比较



资料来源: ifind, 潍柴雷沃招股说明书, 国盛证券研究所

图表52: 2020~2023 可比公司海外收入占比



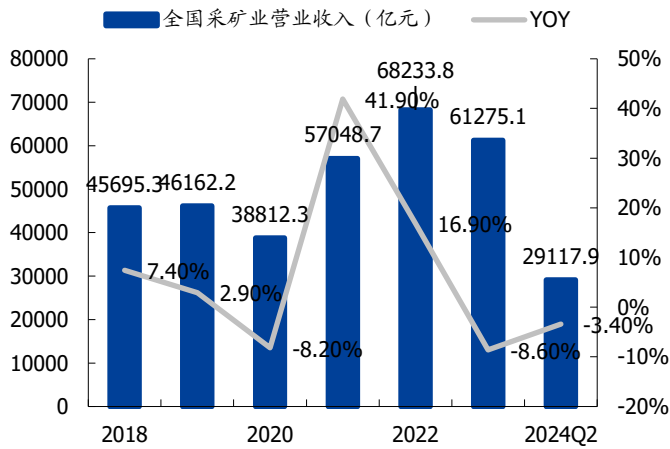
资料来源: ifind, 星光农机 2020~2023 年报, 国盛证券研究所

2.2.4 矿机: 市场空间巨大，中联矿机厚积薄发

矿山机械是直接用于矿物开采和富选等作业的机械。矿山机械主要包括破碎设备、采矿机械、制砂设备、选矿设备、磨粉设备、采掘机械、钻孔机械、烘干机械以及运输机械等。此外，矿山作业中还应用大量的起重机、输送机、通风机和排水机械等。矿山机械上游产业主要包括原材料供应，如钢材、大型铸件、电机、轴承、变频器、板材、型材等。下游产业主要是矿山资源的开采和加工行业，如煤炭、钢铁、冶金、建材、化工等，这些行业对矿山机械设备的需求量大，是矿山机械行业的主要客户群体。2023 年，中国采矿业实现营业收入 61275.1 亿元，同比下降 8.6%；2024 年 1~6 月，规模以上采矿企业实现营业收入 29117.9 亿元，同比下滑 3.4%；2024 年 1~7 月，规模以上采矿企业同比增长 2.8%，采矿业市场逐渐回暖复苏。根据 precedence research 统计，2023 年全

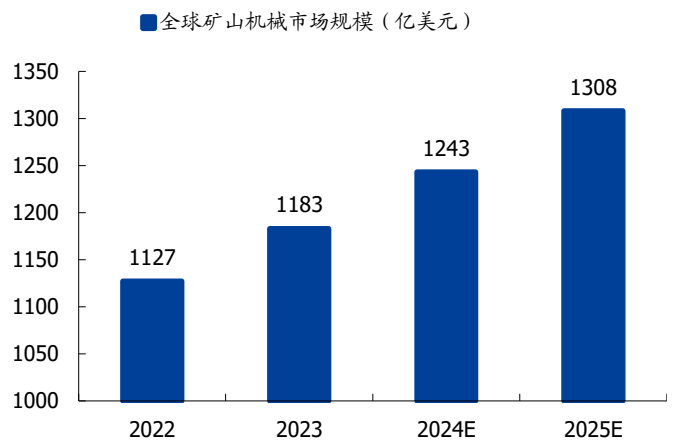
球矿山装备市场规模为 1183 亿美元，随着欧洲、北美地区资源需求扩张以及中东、非洲、印尼地区采矿设备需求的催化，预计 2025 年矿山装备市场规模将达 1308 亿美元。

图表53: 2018~2024.Q2 中国采矿业营业收入



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

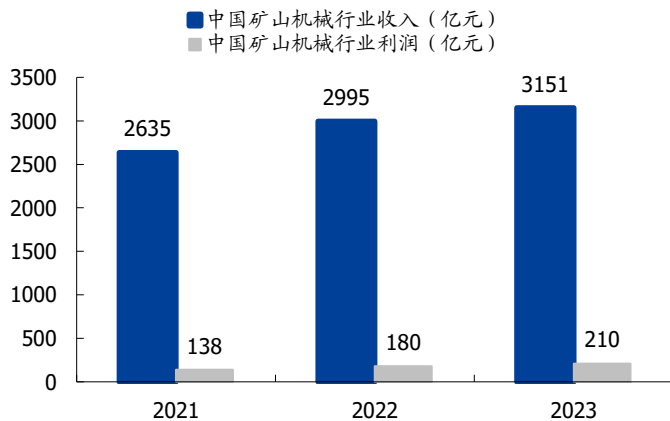
图表54: 全球矿山机械市场规模



资料来源: precedence research, 慧聪工程机械网, 国盛证券研究所

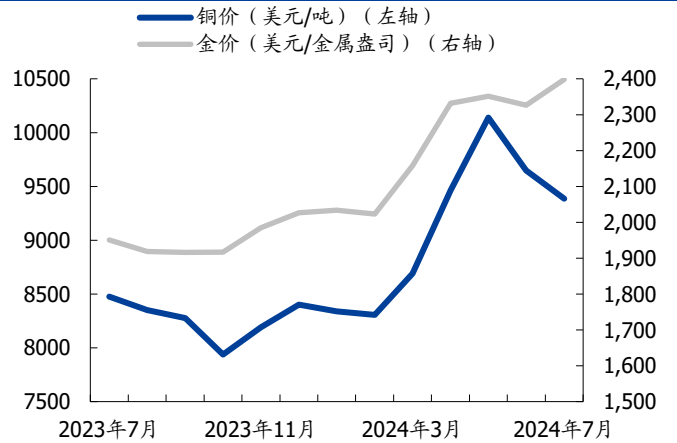
铜、金价格维持高位，刺激企业扩大生产，矿机需求旺盛。据世界银行统计 2024 年 7 月，铜的价格为 9385.31 美元/吨，同比增长 10.72%，黄金价格为 2398.20 美元/盎司，同比增长 22.92%。铜、金、铁矿为矿山装备的主要下游，2024 年初至今铜、金价格大涨后企稳，将刺激企业扩大生产，有效带动矿机需求。

图表55: 2021~2023 中国矿山机械行业收入与利润



资料来源: 中国重型机械工业协会, 慧聪工程机械网, 国盛证券研究所

图表56: 2023~2024 铜价与金价趋势对比



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

公司的矿挖、矿卡、砂石装备逐步实现量产。2020 年 12 月，中联重科矿山机械事业部在长沙发布采矿设备、破碎设备、物料输送设备三大类产品，充分展示了中联重科在矿山机械领域雄厚的研发制造实力，以及为广大行业客户提供一体的矿山设备供应方案的能力与决心。2021 年，中联重科矿山机械蓄势发力，加速露天采矿设备新产品研制，矿挖、矿卡、砂石装备逐步实现量产，加快打造国内最全的矿山成套设备。2023 年，中联重科矿山机械销售规模同比增长 140%，销售额接近 8 亿元。产品研发方面有效结合当下清洁能源、大数据、移动互联、人工智能等新一代前沿技术，实现“无人化”、“少人化”，下线自主研制的首台百吨级国产化电传动矿用自卸车，正式挺进高端矿业装备市场。目前，国产矿山机械厂商营业收入较小，而海外龙头卡特彼勒、小松矿山业务达

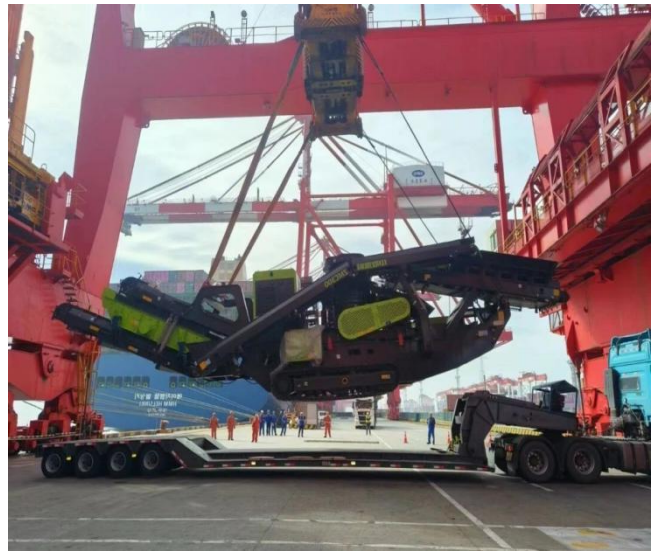
967.71、283.21 亿元人民币，国内尚未形成矿机龙头企业，矿山机械远期提升空间广阔，中联重科有望受益。

图表57: 首款百吨级全国产化电传动矿用自卸车下线



资料来源: 工程机械品牌网, 国盛证券研究所

图表58: 中联矿机移动破设备远销南美



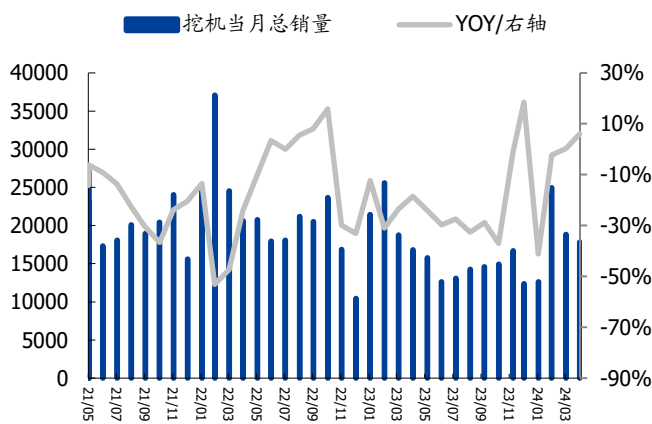
资料来源: 工程机械品牌网, 国盛证券研究所

3 工程机械国内市场触底，“端对端、数字化、本土化”直营体系赋能海外市场

3.1 国内：2024-2025 年有望形成筑底、甚至向上趋势

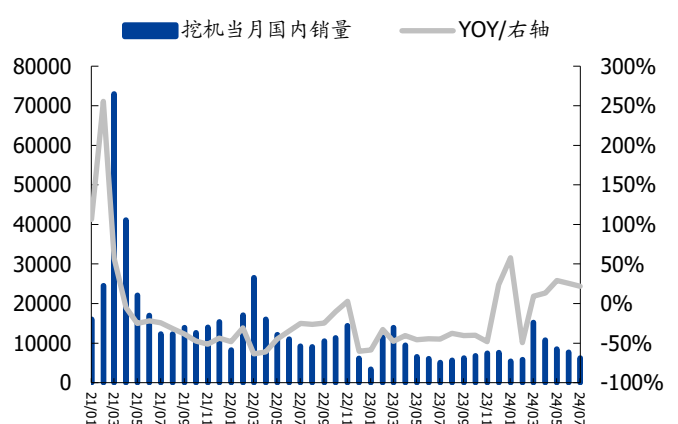
国内：成功筑底，甚至有望形成向上态势。从年度数据来看，国内这一轮下行周期中，去年挖机销量接近 9 万台，与 2020 年历史高点的接近 30 万台相比，已经不足高点的 1/3；而上一轮下行周期，2015 年的周期底部是 5 万台，与 2011 年的周期高点 19 万台相比，也是不足 1/3，因此我们认为，去年的基数已经相对较低，并将继续走向筑底。从国内月度数据来看，挖机销量在从 2021 年开始的下行周期中，首次增速连续转正，今年 3-7 月当月同比增幅分别为 9%、13%、29%、26%、22%，因此至少从数据上来说，国内已经成功筑底，未来在政策催化国内需求复苏、更新替换需求到来的背景下可能迎来向上拐点。

图表59: 挖机当月总体销量及增速



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表60: 挖机当月国内销量及增速



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

地产：仍然较弱，但政策利好有望重塑市场信心。2024年1月至7月，我国房地产新开工施工面积累计同比下降-23.20%，房市总体仍处于下行状态。今年以来，政府出台多项政策以支持房地产市场修复。2024年5月，中央政府下调首套及二套住房最低首付比例、下调个人住房公积金贷款利率，在全国层面取消首套和二套住房贷款利率政策下限等。中房网统计数据显示，在地方层面，2024年5月地方出台房地产调控政策 98 条，政策支持力度较大。其中，宽松性政策 94 条，中性政策、紧缩性政策各 2 条。从长期看，利好政策加速房地产市场信心修复，预期房地产市场将逐渐止跌企稳，带动工程机械需求。

图表61: 房地产新开工面积累计同比



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表62: 中央层面重要房地产政策梳理

时间及发布机构	政策主题	政策内容
5月6日财政部、住建部	《关于开展城市更新示范工作的通知》	1.城市更新示范工作: 首批评选 15 个满足基础条件的示范城市, 重点支持超大特大城市和长江经济带沿线大城市的地下管网更新改造和污水管“厂网一体”建设改造等。2.中央财政资金补助标准: 按区域对示范城市给予定额补助, 资金根据工作推进情况分年拨付到位。其中: 东部地区、中部地区、西部地区和直辖市每个城市补助总额分别不超过 8 亿元、10 亿元、12 亿元和 12 亿元。
5月17日央行、金融监管总局	《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》	对于贷款购买商品住房的居民家庭, 首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%, 二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。
5月17日央行	《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》	自 2024 年 5 月 18 日起, 下调个人住房公积金贷款利率 0.25%, 5 年以下(含 5 年)和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35% 和 2.85%, 5 年以下(含 5 年)和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775% 和 3.325%。
5月17日央行	《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》	1.取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。2.中国人民银行各省级分行按照因城施策原则等, 指导各省级市场利率定价自律机制, 根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求, 自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平。3.银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的利率下限, 结合本机构经营状况等因素, 合理确定每笔贷款的具体利率水平。
5月17日住建部	《关于做好住房公积金个人住房贷款利率下调相关工作的通知》	1.指导城市住房公积金管理中心及时调整住房公积金个人住房贷款利率。自 2024 年 5 月 18 日起, 下调个人住房公积金贷款利率 0.25%, 5 年以下(含 5 年)和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35% 和 2.85%, 5 年以下(含 5 年)和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775% 和 3.325%。2.指导城市住房公积金管理中心按照《住房公积金个人住房贷款业务规范》(GB/T 51267-2017), 做好存量住房公积金个人住房贷款利率调整政策衔接, 对贷款期限在 1 年及 1 年以内的实行合同利率, 不分段计息; 对贷款期限在 1 年以上的, 应于下年 1 月 1 日起, 按相应利率档次执行新的利率规定, 国家另有规定的除外。
5月20日央行	全国银行间同业拆借中心授权公布贷款市场报价利率(LPR)公告	中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布, 2024 年 5 月 20 日贷款市场报价利率(LPR)为: 1 年期 LPR 为 3.45%, 5 年期以上 LPR 为 3.95%。以上 LPR 在下一次发布 LPR 之前有效。

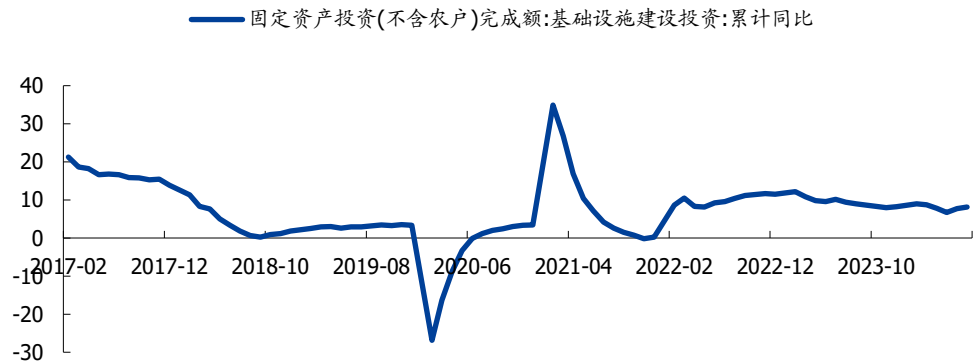
资料来源: 国家政府网站, 中房研协, 国盛证券研究所

基建: 维持稳定增长, 万亿国债有望加大基建投入。2024 年 1 月至 7 月, 我国基础设施建设投资完成额同比增加 8.14%, 基础设施建设投资完成额增速略有下滑, 但仍处于高位。为了促进经济持续发展, 2024 年政府预计发行万亿国债, 以支持科技创新、城乡融合发展、区域协调发展、粮食能源安全、人口高质量发展等领域建设。万亿国债发行有望进一步加大基础设施建设投资, 基建投资力度加大将成为工程机械上行的一大推力。

“十四五”项目进程加快, 基建未来更加明朗。今年的全国两会明确强调, 2024 年将是实现“十四五”规划目标的关键一年, 国家不仅发行 1 万亿元超长期特别国债, 还计划按 3% 赤字率安排预算支出。这意味着国家中短期偿债压力将会减缓, 多余的预算支出将有助于类似基建这种投资额数较大、周期较长的项目发展。此外, 政府还明确重点投资“三大工程”领域—保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设, 旨

在加速城镇化进程；所以在新型基础设施建设方面，基建行业将获得更多订单机会，也同样利好作为重要设备提供方的工程机械行业。

图表63: 固定资产投资(不含农户)完成额:基础设施建设投资:累计同比



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

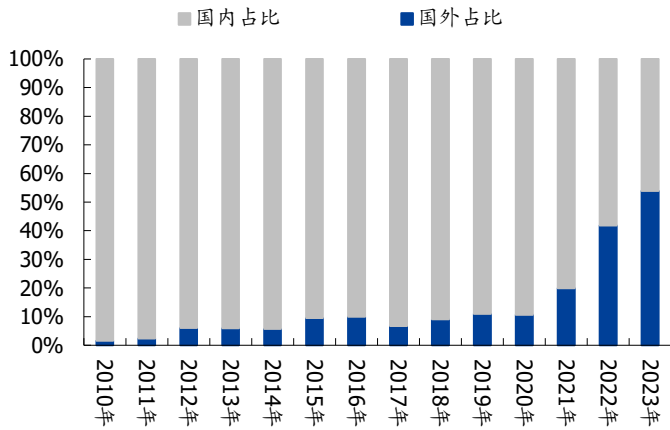
设备更新政策逐步落地，工程机械市场需求有望激活。2024年3月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，山西临汾3月下旬印发方案，明确指出6月前市区建筑工地所有非道路机械务必全部更换为新能源机械。上海市政府也积极响应政策号召，于4月28日率先发布“国二”非道路移动机械更新补贴征求意见稿，明确了上海地区国二非道路移动机械更新补贴的具体管理办法。其中特大型挖掘机最高补贴36万元，大型挖掘机补贴13.8万元，中小型挖掘机补贴3.6万元，微型挖掘机补贴2万元；大型装载机最高补贴23.4万元，中型装载机补贴15.6万元，小型装载机补贴11万元。此外，住建部《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》中提及使用10年以上，高污染，能耗高或老化磨损严重以及技术落后的建筑施工工程机械设备需及时淘汰更新。上轮工程机械上行周期为2016-2020年，按照8年的平均使用时间计算，2024年行业或将迎来大规模寿命替换期，更换新机补贴系列政策也将有力助推行业回升。

3.2 海外：行业增速有望修复，公司海外业务增速、盈利能力业内领先

3.2.1 公司海外业务增速、盈利能力行业领先

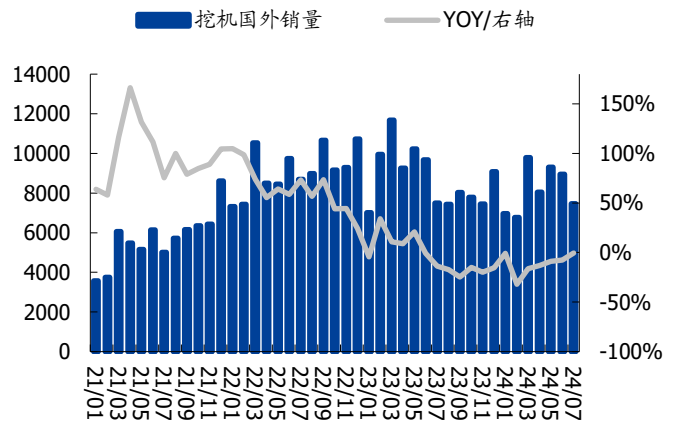
国外：下半年降幅有望收窄或增速转正。在近几年在国内承压的背景下，海外市场的重要性占比提升，各大主机厂均纷纷重点布局海外市场，以此来熨平国内周期扰动。2020年挖机海外市场才占比10%左右，仅三年后，2023年海外市场占比已经超过了50%。从月度数据来看，挖机海外市场从去年下半年开始下滑，下滑幅度在15%-25%左右。展望今年下半年，因为去年下半年基数不高，因此今年下半年在海外大选结束、各地政策逐步明朗、库存逐步消化的背景下，降幅有望收窄或增速转正。

图表64: 挖机国内外销量占比



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

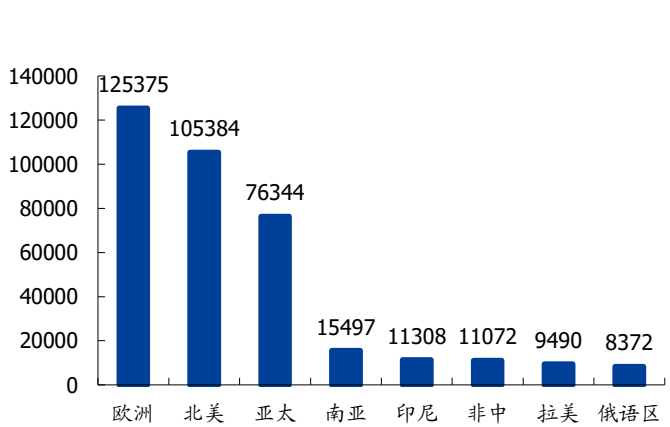
图表65: 挖机当月国外销量及增速 (台)



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

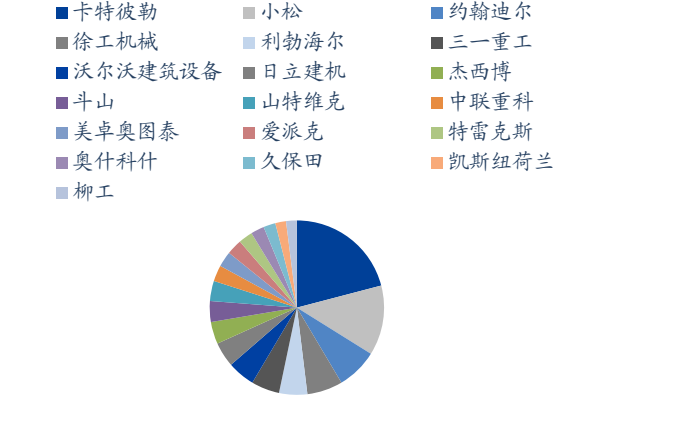
海外工程机械市场空间巨大, 挖掘机规模居于核心地位, 国产龙头份额提升颇具潜力。根据 iFinD 和中商情报网数据, 2023 年全球市场工程机械总销量为 177.5 万台 (同比增长 3.82%), 国内工程机械销量为 34 万台, 海外仍有 4.5 倍左右的空间。分产品来看, 2022 年挖掘机销量为 26 万台, 虽然同比下降 23.8%, 但其市场空间仍大, 容量远超其他细分市场 (装载机、平地机销量分别为 12.3 万台、0.7 万台, yoy 分别为 -12.2%、+3.3%)。根据 KHL 发布的《2024 全球工程机械制造商 50 强排行榜》, 国内工程机械龙头徐工、三一重工、中联重科和柳工在全球市场中的份额占比分别为 5.3%、4.2%、2.4% 和 1.6%, 远小于卡特彼勒 (16.8%) 和小松 (10.4%)。总体上, 中国工程机械龙头出口份额仅占全球市场的 13.5%, 国产厂商在海外市场依然存在广阔的发展空间。

图表66: 2023年1-9月海外市场挖掘机容量 (总计 36.3 万台)



资料来源: 慧聪工程机械网, 国盛证券研究所

图表67: 2024年全球主要工程机械制造商市场份额构成



资料来源: KHL《2024全球工程机械制造商50强排行榜》, 国盛证券研究所

今年海外市场为大选年, 存在政治、经济、商务、渠道等各种风险, 或影响工程机械需求, 但长期来看, 海外市场趋于稳定增长, 为国内龙头企业迈向全球龙头奠定基础。

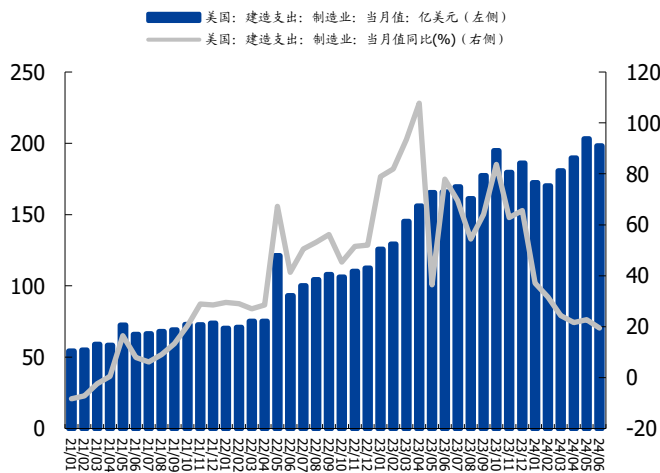
➢ 北美: 去年为制造业回流、厂房建设的高点, 同时海外主机厂的渠道库存较高, 因此今年北美市场有一定压力。得益于《基础建设投资 and 就业法案》以及相关的政府刺激措施, 美国的基建从 2022 年开始逐渐攀升, 于 2023 年底达到了制造业回流、厂房建设的最高点, 2024 年 1 月到 6 月美国制造业的建筑支出同比增速逐渐放缓, 政策刺激的正面效应出现了递减迹象。根据全球龙头卡特的指引, 今年北美房地产需求将持平或略下滑, 非房地产需求将持平或略增。小松 7 月北美开工小时数为 69.4

小时，同比上升 1.9%，环比提升 3.27%。对于国内厂商来说，中国厂商在美国的战略布局还处于早期阶段，尚不完全成熟，相关经销网络和售后服务还有待提升，市场占有率较低。同时，美国对中国的大部分工程机械产品加征了 25% 的关税，进一步压缩了厂商的利润空间，因此国内厂商布局美国市场压力较大。

- **欧洲：工程机械未来增量主要来自电动化替代。**小松欧洲 7 月开工小时数为 79 小时，同比上升 13.1%，环比上升 10.63%。近年来，欧洲国家建筑业普遍下行，多国建筑业 PMI 指数低于 50，处于收缩期间。除了英国建筑业 PMI 大于 50 以外，欧元区整体、法国和德国等建筑业 PMI 均远低于 50，意大利建筑业 PMI 略低于 50，处于不景气区间。欧洲工程机械产品未来需求主要来自工程机械的电动化替代。由于全球气候变暖的紧迫性以及环保主义的压力，欧洲工程机械设备电动化成为趋势。根据 arizton 预计，2029 年欧洲电动化建筑设备的市场规模将从 2023 年的 10.2 亿美元增长到 36.8 亿美元，未来几年将保持高速增长。目前，我国工程机械龙头均推出了电动化产品，有望抓住欧洲电动化更新机遇，提升市占率。
- **俄罗斯：基建、工业领域合作再加深，去年国内厂商迎来发展机遇；但是当下市占率提升空间有限、且回款方面或有风险。**受地缘政治、西方持续制裁等因素影响，大量欧美品牌撤出俄罗斯市场，为中国工程机械出口提供良机。据 NAAST，截至 2023 年 10 月，俄罗斯市场需求中，中国制造的设备占比高达 48%，2022 年 10 月-2023 年 10 月，中国品牌的份额增长了 24%。但是，在高速增长的背后，因为俄罗斯存在被西方制裁的风险，因此货款回款或许存在一些风险。
- **东南亚：整体增长有所放缓，但国内厂商仍有增长潜力。**根据卡特彼勒的指引，东南亚地区经济有所放缓。但是，随着中国—东盟经贸合作的继续深化以及 RCEP 全面生效一周年，国产工程机械厂商相较于欧美厂商，在东南亚市场享有的区位优势与友好关税政策等利好将进一步扩大。随着“一带一路”沿线地区经济复苏增长以及贸易合作关系日益加深，中国工程机械产品在东南亚的出口增长潜力显著。
- **印尼：采矿需求依旧稳健，城镇化率仍有提升空间。**根据小松总结，东南亚地区最大的市场——印度尼西亚在矿山投资方面依然稳健，其强劲的需求主要集中在采矿设备上。印尼作为东南亚最大的经济体，但本土工业基础设施却较为薄弱，生产设备以及原材料等都主要依赖进口。根据 Research and Markets 的预测，未来五年印尼的工程机械设备市场将以 4.17% CAGR 增长，进口量也将从 2023 年的 28,568 台增长至 2029 年的 36,510 台。同时，印尼作为全球人口第四大国，其城镇化率却低于其他主要人口大国或者新兴市场国家，为 59%。为加速城镇化进程，印尼政府制定了《2020-2024 年国家中期发展计划》，并拨款 3592 亿美元用于优先发展基础设施建设项目，其 2024 年基础设施预算达到了过去五年的最高纪录—422.7 万亿卢比，同比增长 5.8%。此外，今年 4 月，印尼政府又新增了 14 个国家建设项目（包括首都雅加达卫星城的 BSD 综合开发区项目），并计划不迟于 24Q3 开工；新首都努山塔拉基本的基础设施也预计在 2024 年全面完成，并逐步实施搬迁工作。因此除了采矿设备需求以外，这些大规模的建设项目将显著推动印尼地区对工程机械设备的需求。根据小松数据，7 月印尼开工小时数为 219.9 小时，同比上升 0.7%，环比提升 12.42%。
- **印度：市场空间大，房地产和基建需求旺盛。**由于印度的城镇化水平较低，正处于住房增长周期的初始阶段，同时基建保持增长态势，工程机械需求旺盛。据 ifind 数据，2023 年印度的城镇化率为 36%，水平尚低。印度新联邦预算显示，2023-2024 财年，资本支出总额为 10 万亿卢比，同比增长 33%。此外，印度投资局数据表明，到 2030 年，印度的城市化人口预计将从 33% 增加到 40% 以上，对住房的需求持续增加，房地产投资增速持续升高，将进一步为工程机械需求注入动能。

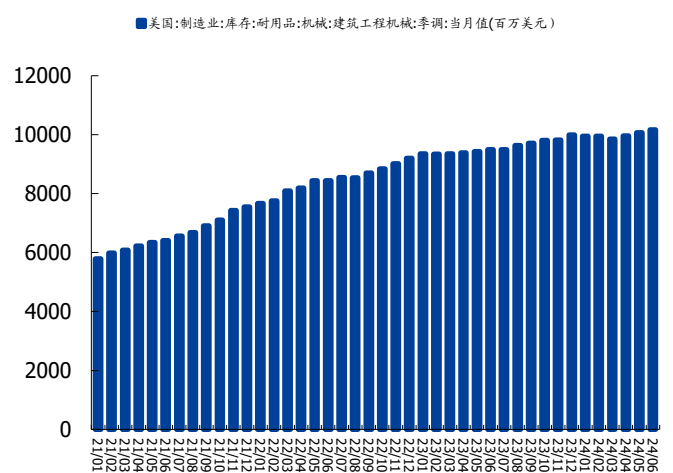
- **南美：缓慢增长。**根据卡特的指引，南美的经济将略增长。同时，联合国拉丁美洲和加勒比经济委员会 2023 年 12 月发布的《2023 年拉美和加勒比地区经济概况》指出，由于全球经济复苏节奏放缓，南美各国存在面临大选、经济环境不稳等影响，2024 年南美整体经济水平可能低速增长。
- **中东：基建与房地产需求强劲，利好国内工程机械出口。**随着沙特阿拉伯 2030 愿景的提出以及“一带一路”合作的深度落实，沙特阿拉伯的基建需求将持续上升。同时，政府通过提供经济适用房和改善住房融资渠道，提高沙特公民的住房拥有率。自 2030 愿景提出以来，截至 2022 年底，房屋拥有率从 47% 增加到 60% 以上，目标是在 2030 年达到 70%，因此沙特阿拉伯的房地产开发需求将会持续繁荣。基建与房地产同时发力，工程机械产品需求在中东地区将会显著攀升，增长动力十足。
- **非洲：经济发展迅速，但基础设施相对落后，完善基础设施成为非洲各国目前的优先发展事项。**随着非洲大陆自贸区（AFCFTA）经济一体化进程的加快和非洲基础设施开发计划（PIDA）下智慧城市及跨国交通走廊等项目的推进，非洲基建需求在未来将持续强劲。根据非洲开发银行报道，2024 年 1 月，欧洲委员会与非洲开发银行已签署了新的金融框架合作协议；欧盟将在 2021-2027 年期间为非洲提供 1500 亿欧元的融资支持，助力非洲基础设施发展。此外，联合国人居署 UN-HABITAT 预测，到 2050 年，非洲大陆城镇化率将增长至 60%；这一趋势表明，非洲城市地区未来对住房和商业地产的需求将显著增加。据小松 24Q1 报告显示，非洲市场 24Q1 销售额已达到 639 亿日元，同比增长 14.7%。卡特彼勒也指引，非洲基建和房地产需求强劲。因此，作为“一带一路”倡议的重要合作伙伴，国内企业在非洲市场也有望获得更大的业务扩展机会。

图表68: 美国制造业支出增速



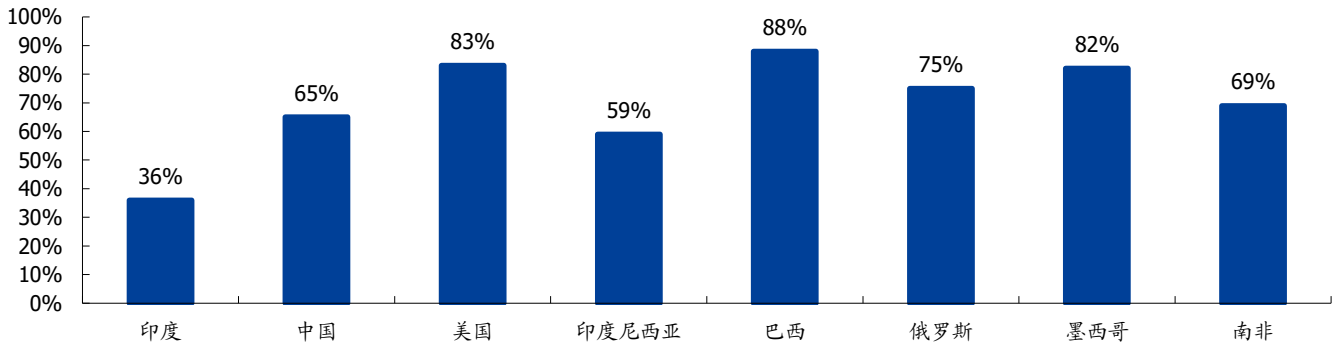
资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表69: 美国制造业工程机械库存



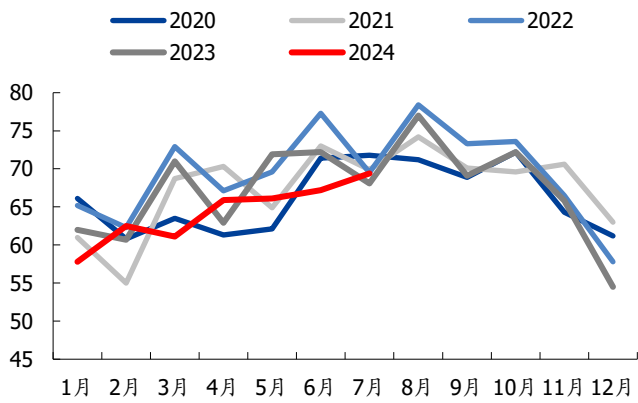
资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表70: 主要人口大国以及新兴市场国家的城镇化率对比 (2023年)



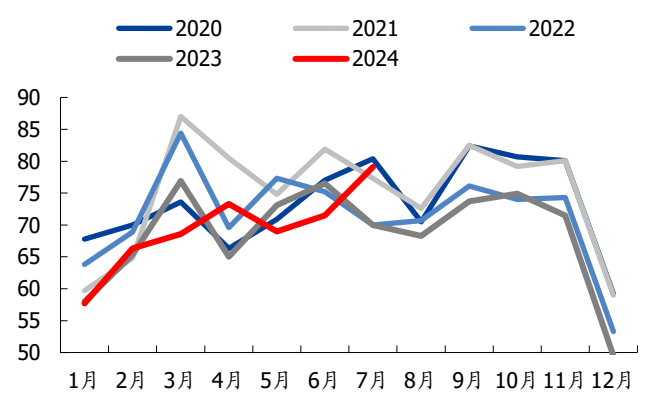
资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表71: 北美小松挖掘机开工小时数



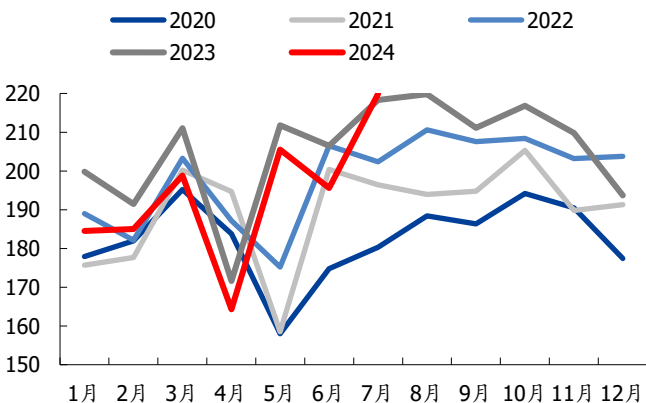
资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表72: 欧洲小松挖掘机开工小时数



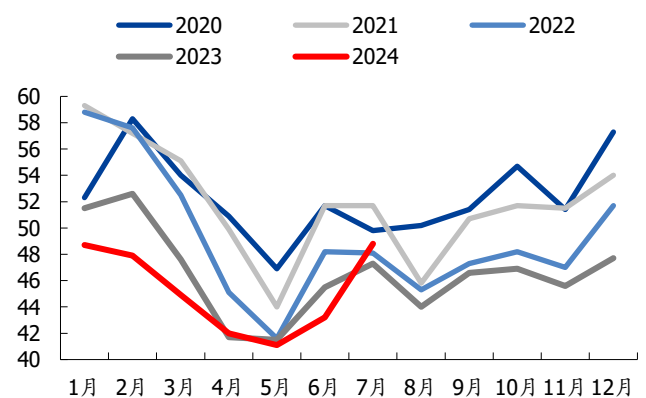
资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表73: 印度尼西亚小松挖掘机开工小时数



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表74: 日本小松挖掘机开工小时数

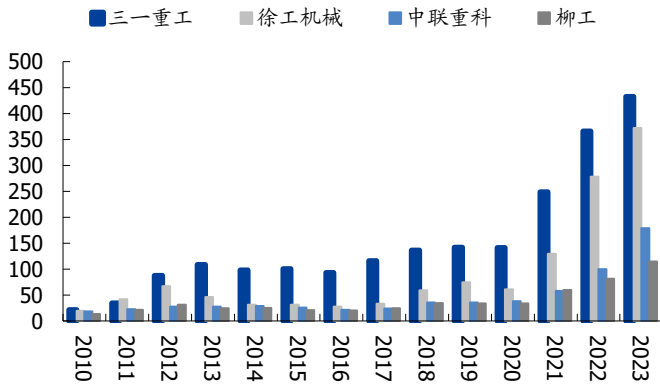


资料来源: ifind, 国盛证券研究所

中联重科海外市场拓展顺利, 增速高、盈利优。2021年开始, 国内工程机械行业进入下行周期, 国内四大主机厂重心开始转向国际战场。从规模来看, 中联重科2023年海外收

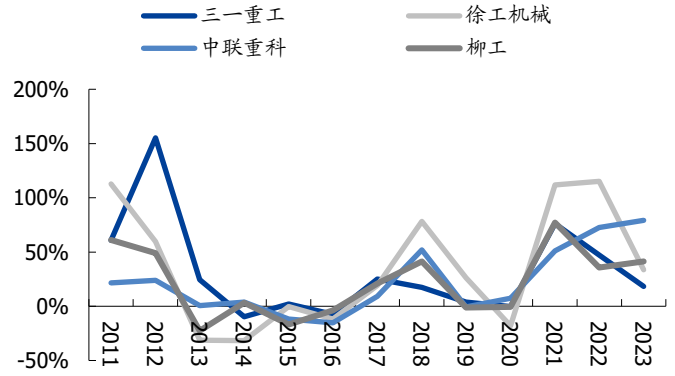
入体量为179亿元。从增速来看，三一重工、徐工机械、中联重科、柳工2023年当年的增速为18%、34%、79%、41%，中联排名第一。从海外营收占比来看，三一重工、徐工机械、中联重科、柳工2023年分别为59%、40%、38%、42%。从盈利能力来看，三一重工、徐工机械、中联重科、柳工2023年海外市场毛利率分别为30.8%、24.2%、32.2%、27.7%，中联排名第一。公司海外市场高速增长的同时盈利能力还更高，有效平滑国内的下行周期。

图表75: 国内四大主机厂海外收入对比 (百万元)



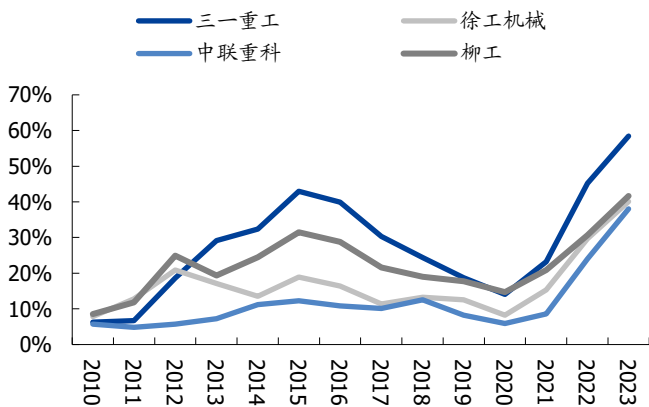
资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表76: 国内四大主机厂海外收入增速对比



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表77: 国内四大主机厂海外收入占总营收对比



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表78: 国内四大主机厂国内外毛利率对比 (%)

毛利率	三一重工		徐工机械		中联重科		柳工	
	国内	国外	国内	国外	国内	国外	国内	国外
2012	35.47	21.42	21.42	25.02	33.4	19.15	15.59	19.63
2013	28.85	21.6	21.25	24.86	29.65	28.19	21.88	16.21
2014	28.61	20.49	22.68	24.28	29.58	19.64	23.01	19.09
2015	27.16	22.77	20.05	22.44	27.9	20.74	27.35	21.57
2016	29.07	21.9	19.09	21.24	24.67	17.22	25.4	23.56
2017	32.18	25.5	18.56	21.44	21.92	16.29	23.39	21.11
2018	33.12	25.15	16.34	19	29.01	13.66	23.8	18.61
2019	35	25.9	17.11	19.87	31.24	16.22	23.55	24.17
2020	31.37	24.01	16.93	18.68	29.42	15.4	20.14	21.93
2021	26.73	24.13	16.02	17.48	23.62	23.49	16.6	20.77
2022	21.92	26.36	19.32	22.33	21.77	22.02	13.45	24.38
2023	23.04	30.78	21.16	24.21	24.66	32.23	15.88	27.74

资料来源: ifind, 国盛证券研究所

3.2.2 公司“端对端、数字化、本土化”直销体系赋能开拓海外市场

2014年 公司管理层提出端对端的思想，经过近十年的发展中联重科已成为企业数字化转型的佼佼者。端对端策略的目标是通过企业全面业务的端对端，消除传统企业经营所存在的业务流程断点、数据流转断点、经营管理断点和绩效考核断点，通过数字化的手段，减少不增值的中间环节、实现有效的分配、有效的降低经营成本、有效的提供产品和服务和有效的经营管理，基于物联网、大数据、云平台牢牢的抓住企业管理、抓住市场、抓住产品，实现新型企业的转型。2014年公司完成内部核心业务的单点线上化，并从2015年开始进行统一IT架构和产品4.0智能化创新的升级，重点开展营销端对端建设。这一阶段，基本拉通了从商机到交付的全流程，企业的营销服务业务实现了90%的移动化，整个营销的管理动作全部实现了管理前移，同时通过大数据BI报表的开发，开始培育管理者基于数字决策的能力与习惯。2019年，公司对工业互联网平台进行了一次

全面重构、完全拥有自主知识产权。同时，公司开始筹划智慧产业城项目，基于智能制造，从工厂的研发端对端、供应端对端、制造端对端、质量端对端入手，进行公司工厂产品交付侧的全面数字化升级。2022年中联重科海外物联网平台上线，该平台的正式上线代表着中联重科已经初步建成了覆盖亚洲、欧洲、非洲、美洲、大洋洲的全球化物联网平台。

“端对端、数字化，本土化”的直销体系，本质上是用数字化的扁平组织架构替代传统的人管人金字塔架构的经销商体系，压缩链条，中间商利润由主机厂和客户分享。国内给经销商的让利通常在10%-15%之间，海外则高达20%以上，直销则省去了这部分的中间商的成本。数字化营销体系不仅能增加主机厂利润，还能有效抓住商机，更好做到客户的全生命周期管理，有利企业长久发展。数字化营销管理系统以客户的可持续经营为中心，致力于找到客户、吸引客户、留住客户，应用后商机转化率提升35%，电子签约率超90%，合同评审效率提升40%。数字化服务管理系统是以客户为中心的服务体系，实现端到端运营，致力于让服务创造价值，应用后服务成本降低12%，服务销量提升30%，服务满意度提升20%。截至2023年底，中联重科全球化直销体系已建设完成，全球先后建设30余个一级业务航空港，350多个二级网点，将网点建设从区域中心下沉至重要城市。全球海外本土化员工总人数超过3000人，产品覆盖超140个国家和地区。

“端对端、数字化，本土化”的直销体系建立后，中联重科销售盈利能力和海外销售扩张速度行业领先，**2023年公司销售净利率8.01%，境外收入大增79.20%**。近年来，中联重科特有的直销体系，一方面扩大终端销售收入，另一方面也增加了销售费用的投入，但总的来说其销售盈利能力处于行业领先水平。随着海外航空港、二级网点的完备，海外销售费用中占比较高的固定资产投资接近尾声，公司销售体系盈利能力将进一步提升。近三年来，我国工程机械企业大量出海，各企业海外收入高速增长。但随着海外市场的不断开拓，客户对于本土化运营、售后服务的要求越来越高，中联重科的数字化全球直销体系大量雇佣当地员工，及时响应客户需求，能够提高客户复购率，有力保障企业海外市场长远利益。

图表79: 中科云谷智慧销售管理平台



资料来源: 中科云谷公众号, 国盛证券研究所

图表80: 中科云谷全球服务监控平台



资料来源: 中科云谷公众号, 国盛证券研究所

3.2.3 智慧产业城全面投产，全球产能布局有效应对海外关税壁垒

中联智慧产业城位于湖南湘江新区，是中联重科全面贯彻落实“三高四新”战略、助力打造国家先进制造业高地的重大项目。其中，工程起重机械园区、混凝土泵送机械园区、高空作业机械园区与土方机械园区共同构成了中联重科智慧产业城的四大主机园区。

➢ **土方机械园:** 中联智慧产业城的首开园区，也是全球目前最大的土方机械制造园区，具备从备料、焊接、机加工、涂装、装配到调试的挖掘机全流程智能制造能力；目前园区内共有61条智能产线（包括4条无人化“黑灯产线”）以及240余台自动化

机器人；预计每6分钟可下线一台挖掘机，每年能够实现5万台挖掘机产量，年产值达到300亿元。

- **工程起重机械园：**以先进制造技术为核心，配置了57条智能产线（包括4个“黑灯”区）以及260余台机器人。预计建成投产后，每18分钟可下线1台汽车起重机。
- **混凝土泵送机械园：**目前已建成泵车整机装配线等4条智能产线。正在建设关于焊接、机加、涂装、装配工艺的32条智能产线以及6个黑灯无人区；正在引入200余台智能物流AGV机器人和200余台先进机器人，应用视觉识别、AI决策、激光扫描、3D建模等先进技术，实现关键工序90%以上的自动化率以及关键工序100%的数据采集率。预计建成投产后，每30分钟即可打造一台混凝土泵车。
- **高空作业机械智能工厂：**拥有剪叉式高空作业平台、臂式高空作业平台等五大系列产品。目前，该园区已实现臂式装配线等9条智能产线；正在规划建设其他33条智能产线，2个“黑灯”无人作业区，以及引入202台自动物流AGV设备和153台工业机器人；同时，该园区还将依托60余项产线专利技术和12项创新技术来实现制造技术与数字化、信息化的全流程管理。预计建成投产后，每7.5分钟可下线一台剪叉产品，每20分钟可下线一台臂式产品。

23年智慧工厂正式投产，产能大幅提升，生产质效双增长。中联重科通过运用5G、大数据、工业互联网、人工智能、区块链等技术，持续突破工程机械智能制造的技术难题，以中联智慧产业城为核心，同步建设23个全球领先的灯塔工厂，通过数字化赋能，加速生产制造智能化升级换代，实现智能制造全面升级。在中联重科已投产运营的智能工厂中，产品质量一次性交检合格率达98.5%，综合自动化率达85%，生产数据采集率达90%。平均产能提升70%，制造周期缩短65%，制造质量大幅提升；关键设备数控化率达100%，关键设备联网率达95%，生产效率提升34.1%，研发周期缩短31.1%，订单完成周期缩短35%。

图表81: 中联重科塔机智能工厂黑灯产线



资料来源：中联重科官网，国盛证券研究所

图表82: 中联智慧产业城土方机械园生产车间



资料来源：中国工程机械信息网，国盛证券研究所

图表83: 中联重科国内其他生产制造基地

园区名称	地点	定位
中联科技园	湖南省长沙市岳麓区银盆南路	占地面积 168 亩，为公司直属部门、中央研究院及智能公司所在地。
中联麓谷工业园	湖南省长沙市岳麓区麓谷大道	占地面积 1301 亩，主要生产混凝土泵车、拖泵、车载泵等混凝土机械系列产品及履带式起重机产品，产值约 170 亿元。
中联望城工业园	湖南省长沙市望城县马桥河工业园	拥有公司的高机、应急和矿山业务，占地面积 651 亩，包括中旺公司生产区 50 亩，消防公司生产区 168 亩，路面机械生产区 340 亩；主要生产混凝土管、液压硬管、胶管等主机配套件；消防车、应急应援消防设备等消防系列产品；摊铺机、压路机、沥青路面就地热再生成套设备等路面机械产品；产值约 25 亿元。
中联泉塘工业园	湖南省长沙市经济技术开发区星沙镇泉塘	为公司汽车起重机、全地面起重机生产基地，占地面积约 694 亩；主要生产 12 吨到 220 吨汽车起重机、180 吨到 2000 吨级全地面起重机及 35 到 100 吨越野起重机系列产品；年产值约 73 亿元。
中联常德塔机智能工厂	湖南省常德市鼎城区灌溪镇	占地面积约 1196 亩，是全球最大的单一塔式起重机工业园，可年生产塔式起重机 1 万台，产值约 100 亿元。
中联汉寿工业园	湖南省汉寿县经济开发区	占地面积约 1023 亩；生产的随车起重机产品，达产后可年产 300 余台；混凝土搅拌站、干混楼站、站类关键件等混凝土系列产品，产值约 40 亿元。
中联德山工业园	湖南省常德市德山经济开发区	是中联主机产品配套件生产园区，占地面积 300 亩，主要建设生产车间、物流仓库、倒班楼、办公楼及辅助设施等，拓宽产品，扩大市场份额，打造国内顶尖的液压元件研发和生产基地。
中联津市工业园	津市市经济开发区	占地面积约 750 亩，主要生产 16-70 吨级汽车起重机用车桥、150 吨级以上全地面起重机用车桥和 0.5-13 吨级商用车桥，年产值约 15 亿元。
中联沅江工业园	湖南省益阳市沅江市新沅路	占地面积 237 亩，主要生产混凝土搅拌运输车、干混砂浆运输车及背罐车。年产能可达 15000 台，产值约 75 亿。
中联渭南工业园	陕西省渭南市高新区	园区占地面积超过 1001 亩；园区具备挖掘机产能 10000 台/年，推土机产能 3000 台/年，产品涵盖 160 马力至 320 马力履带式推土机、1.5 吨至 300 吨履带式挖掘机、7 吨、15 吨轮胎式挖掘机、部队列装产品、国内独家生产的履带式装载机。
中联华阴（华山）工业园	华阴市华山脚下	是土方机械公司的配套生产基地，占地面积 757 亩，园区厂房面积 68319 m ² ，年产推土机车架 1300 台/套、台车架 1000 台/套、铲刀组件 1000 台/套、核心传动部件 800 台/套。
中联上海（松江）工业园	上海市松江区中山工业园区	占地面积约 250 亩，主要生产旋挖钻机、地下连续墙液压抓斗、双轮铣槽机、三轴钻机等基础施工机械产品，年产值和销售超 10 亿元。
中联芜湖工业园	安徽省芜湖市三山经济开发区	占地面积约 922 亩，主要承担高端装备制造产业、粮食烘干装备以及核心产品制造任务，具备液压、焊接、涂装、分装、总装等现代化制造以及仓储物流能力。
中联开封工业园	河南省开封市	占地面积约 336 亩，主要承担大中型拖拉机、谷物联合收割机、玉米收获机等早田农业机械的生产制造、销售与服务。
中联安徽工业车辆工业园	安徽省芜湖市高新技术产区开发区	总投资为 6 亿元；占地面积近 300 亩；现已形成内燃类、蓄电池类、仓储类等三大类，212 种叉车产品资源保障，年产值约 6 亿元；二期工程全部投产后将具备年产 3 万台的工业车辆生产能力。
中联临海工业园	浙江省临海市	主要承担纵轴流水稻机等相关产品的生产及销售，已成为中联重科要的纵轴流水稻机产品制造基地。

资料来源：中联重科官网，国盛证券研究所

除了在国内积极推动智能制造外，中联重科也积极进行海外并购，并逐步建立海外工厂。通过收购、并购，中联重科不断补齐企业短板，优化全球布局。如今，中联重科已在全球40多个国家设立了分子公司及营销、科研机构，拥有了300多个销售网点，13个生产基地，38个贸易平台和10个备件中心库；其产品和服务已覆盖至140多个国家和地区，形成了横贯欧亚大陆和新兴市场、纵贯南北美洲大陆和非洲大陆的“两横两纵”全球市场格局；完成了从行业的“跟随者”，到全球“引领者”的华丽转身。除了意大利CIFA工业园、意大利曼托瓦工厂、德国M-TEC工业园、德国WILBERT工业园、印度工业园、巴西工业园、中白工业园、墨西哥工厂这些海外生产制造基地，中联重科未来还将计划再新建土耳其、以及沙特工厂。

图表84: 公司海外布局历程

发展阶段	时间	事件
并购重组、改制上市阶段	2001年	收购全球非开挖机械行业领域的领头雁英国保路捷公司，为公司搭建了外向型发展的窗口，也将我国在水平非开挖施工领域的技术水平提前了至少20年。
	2008年	收购全球混凝土设备领先企业意大利CIFA公司，自此中联重科跃居全球混凝土机械制造商龙头地位。
	2011年	买断国际社会公认的塔机高端专家德国JOST平头塔系列产品的全套技术，使中联重科的塔机技术迅速实现了从中国领先到国际领先的跨越。
	2012年	与印度Electromech公司签署合资建厂协议，是中联重科首个海外直接投资建设厂项目；与全球知名的碳纤维生产商意大利RIBA合资建立高碳材料有限公司，使中联重科泵车臂架重量减轻了40%，泵车总重减少15%以上，使用寿命长达20年以上，大大减轻了泵车的维护难度。
	2013年	中联重科混凝土机械公司巴西子公司的首台泵车正式下线并成功销售；收购全球干混砂浆设备第一品牌德国M-TEC，为公司提供一个新的盈利增长点。
战略转型阶段	2014年	并购全球著名升降机企业荷兰Raxtar公司，标志着中联重科致力打造全球施工升降机领域领导者迈出实质性步伐。
	2015年	收购意大利Ladurner公司，高起点全面跨入全球环境产业。
	2016年	中联重科首个海外全系列维修中心在缅甸成立；与白俄罗斯MAZ集团签署战略合作协议，正式成立中联重科-MAZ合资公司。
	2017年	中联重科中白工业园项目正式开工建设，标志着中联重科在国家“一带一路”政策下战略布局的“走进海外本土经营”迈出了坚实步伐。
	2018年	收购全球塔机领先制造商德国WILBERT100%股权，标志着中联重科塔机业务在实现国内市占率第一后，高起点踏入欧洲高端塔机市场。
全球化布局高速发展阶段	2020年	收购德国百年农机具品牌拉贝RABE，积极推进农业机械结构性改革。
	2021年	在意大利北部重镇——曼托瓦投资建设的欧洲新工厂正式落成，中联重科全球化布局进一步完善。
	2023年	老挝首家中联重科农机旗舰店盛大开业；中联高机与路畅科技重组上市后筹建墨西哥生产基地，以实现臂式和剪叉高空作业机械产品的海外本地化生产。

资料来源：中联重科官网，新华网，中国工程机械信息网，农机通，红网，国盛证券研究所

- **意大利CIFA工业园**：位于意大利米兰，最初主要生产混凝土泵车、混凝土泵、混凝土搅拌车和砂浆泵等混凝土机械。2017年，园区进行产品线扩展，又为其新增了起重机械的生产制造，从专营混凝土机械的区域化公司发展为覆盖欧洲、中东以及北美市场的综合型全球基地。
- **意大利曼托瓦工厂**：2021年于意大利曼托瓦建成，主要生产塔机、汽车起重机、叉车和高空作业平台，主要为欧洲市场及客户提供全方位服务。
- **德国M-TEC工业园**：位于德国纽因堡，是全球领先的干混砂浆设备制造商；在干混砂浆设备领域拥有多项创新技术，如世界第一台混合机、混合泵以及第一台干混砂浆移动筒仓；主要专注于干混砂浆设备的研发与生产。并购后，中联重科通过技术融合，成功制造并下线了首台由中联重科全面自主制造的M-TEC MS220V干混混

合机；标志着中联重科在 PE 设备领域又迈出了实质性的一步，也增强了中联重科在全球市场尤其是欧洲市场的竞争力。

- **德国 WILBERT 工业园：**位于德国法兰克福以西的瓦尔德劳博尔斯海姆，专注于塔式起重机的生产和租赁，是全球领先的变幅式动臂塔机制造商以及欧洲排名第三的塔机租赁商，在高端起重机领域具有极高的市占率。中联重科通过引进 WILBERT 的经验技术以及丰富的业务资源，降低采购成本，弥补在欧美高端市场的空缺；WILBERT 也通过中联重科广泛的营销网络及资本优势，实现了其他市场的开发；预计未来销售和市场占有率将显著提升。
- **印度浦那工业园：**位于印度浦那市，是中联重科第一个海外直接投资建厂项目；同时也是一个集制造、研发、销售和服务于一体的综合性基地，标志着中联在印度深度本土化战略的实施。主要生产和组装起重机、重型机械、混凝土设备、土方机械等；不仅服务于印度市场，还将辐射南亚其他地区。
- **巴西工业园：**于 2013 年投产，是中联重科首个海外自建生产基地，主要生产混凝土机械产品。
- **中白工业园：**位于白俄罗斯首都明斯克以东 25 公里处的斯莫列维奇处，是中白两国在“一带一路”倡议下合作的重要项目，也是中国在欧洲最大的工业园区之一；工业园于 2015 年正式启动，中联重科是首批入驻的中资企业。项目一期将进行旗下混凝土机械设备和工程起重设备的本地化研发和生产。项目二期将进一步使本地化的研发生产拓展至旗下环卫机械和农业机械等设备。其地理位置极其优越，位于连接欧洲和亚洲的重要交通枢纽中，拥有直接通往莫斯科和柏林的 M1 洲际公路和 M2 高速公路，以及连接国际机场的城市轻轨。而作为欧亚经济联盟成员，白俄罗斯还享有例如十年企业所得税免税、土地税和房地产税免税等多项税收优惠政策，极具市场潜力。同时，该产业园区可以使用任何货币进行投资，不需要强制结汇。所以未来该基地将成为中联重科全球布局中的重要支点，将进一步深化中联在“一带一路”沿线国家的市场影响力，巩固中联在东欧和中亚市场的地位。
- **墨西哥工厂：**2023 年，中联重科分拆旗下子公司中联高机与路畅科技重组上市；其中，路畅科技募资的 33.5 亿元里将专门有 10 亿元用于建设墨西哥生产基地，以实现臂式和剪叉高空作业机械产品的海外本地化生产。

图表85: 中联重科意大利 CIFA 工厂



资料来源：中联重科官网，国盛证券研究所

图表86: 中联重科中白工业园



资料来源：中工国际，国盛证券研究所

4 盈利预测与投资建议

我们预计 2024-2026 年，公司营业总收入将分别达到 **562、679、806 亿元**，增长率分别为 **19.3%、20.8%、18.8%**，归母净利润分别为 **45、60、74 亿元**，增长率分别为 **30%、32%、24%**。其中，海外市场受益于公司“端对端、数字化、本土化”直营体系，市占率有望持续提升。国内市场则受行业周期下行影响，2024 年国内市场预计有压力，但后续伴随市场逐步回暖、房地产/基建政策的逐步推进，以及工程机械的更新替换周期到来，公司国内市场业绩有望逐步恢复。

- **起重机械：**作为起重机械行业的领军企业之一，公司在塔式起重机领域具有明显优势。根据立鼎产业研究网，中联重科在大塔市场的市占率已超过 **50%**，在海外市场也表现亮眼。因此，尽管国内市场短期内存在一定下行压力，但伴随着装配式建筑的崛起、风电吊装需求的回暖以及公司对海外市场的持续深耕，公司未来在起重机械领域的市场份额也将进一步提升。我们预计 2024-2026 年，公司起重机械产品收入将分别同比增长 **5%/10%/12%**，毛利率分别为 **31.5%/32.0%/32.0%**。
- **混凝土机械：**随着环保力度的加大，新能源搅拌车逐渐崭露头角，展现出强劲的增长潜力。公司在传统混凝土机械和新能源搅拌车领域上均表现优异：其新能源搅拌车市场份额位列第三；混凝土机械长臂架泵车、搅拌站市场份额稳居第一；搅拌车份额稳居第二的同时还在持续提升。因此，公司未来混凝土机械市场份额有望继续扩大。我们预计 2024-2026 年，公司混凝土机械收入将分别同比增长 **5%/10%/12%**，毛利率分别为 **23.5%/24%/25%**。
- **土方机械：**由于国家基建与地产政策积极干预、以及在设备更新替换的推动下，国内土方机械市场目前回暖迹象明显；2024 年 5-7 月，我国主要土方机械均实现同比正向增长；小型挖掘机需求的增加也进一步助力了市场复苏。公司专注高壁垒、高价值的中大挖战略，使得公司 2023 年土方机械毛利率位居第二，收入增速高居第一，过去五年 CAGR 高达 **75.74%**。因此，我们继续看好公司未来土方机械业务的增长潜力，我们预计 2024-2026 年，公司土方机械收入将分别同比增长 **50%/40%/30%**；毛利率分别为 **29%/30%/30%**。
- **农业机械：**随着以中国为代表的亚太地区农业机械化进程的加速，未来全球农业机械市场将呈现出积极的增长趋势。自公司收购奇瑞重工后，便致力于开发智能农业机械，引入大数据管理以及人工智能技术，积极推动智慧农业的发展。在海外布局方面，公司持续推广其端对端数字化直营体系。2023 年烘干机、小麦收获机在国内市场的份额保持领先，技术研发投入与海外收入也显著高于其他业内头部。因此，我们认为，公司凭借其在智慧农业和海外市场的领先优势，农业机械业务将继续表现出色。2024-2026 年，农业机械收入预计将分别同比增长 **60%/40%/30%**，毛利率预计将增长至 **15%/20%/25%**。
- **高空机械：**公司作为国内高空设备领域，型号最全且电动化产品渗透率超过 **90%** 的主要厂商；2023 年，公司高空机械营业收入实现同比增长 **24%**，且在国内中小客户市场中占有率位居第一。随着子公司中联高机与路畅科技成功分拆上市，公司有望进一步增强资金实力并优化业务布局，提升在高空作业机械领域的竞争力。因此，我们预计 2024-2026 年，公司高空机械收入将分别增长 **40%/30%/20%**，毛利率有望保持在 **24%** 左右。
- **金融服务：**主要为购买其设备的客户以及代理商提供金融信贷支持。在竞争激烈的市场环境中，公司有望通过其先进的金融科技手段以及持续优化的财务管理策略，实现多元化方向发展；但金融服务只是附加增值收入，公司未来重点仍然是工程机械生产制造。因此，我们预计 2024-2026 年，公司金融服务将继续维持在当前水平，即金融服务收入为 **4.97 亿**，毛利率维持在 **97%**。
- **其他机械和产品：**主要包括路面机械与桩工机械等。我们认为这些产品市场需求相对稳定，可以继续为公司贡献稳定收入增长和利润。因此，我们预计在行业未出现

重大事件调整的情况下，2024-2026年，营业收入增速将继续维持在20%，毛利率维持在25%。

图表87: 中联重科主营业务拆分

		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业总收入 (百万元)	47075	56180	67851	80609
	yoy	13.1%	19.3%	20.8%	18.8%
	毛利率 (%)	27.5%	27.7%	28.2%	28.6%
起重机械	收入 (百万元)	19291	20255	22281	24955
	yoy	1.6%	5.0%	10.0%	12.0%
	毛利率 (%)	31.0%	31.5%	32.0%	32.0%
	占比 (%)	41.0%	36.1%	32.8%	31.0%
混凝土机械	收入 (百万元)	8598	9028	9931	11123
	yoy	1.6%	5.0%	10.0%	12.0%
	毛利率 (%)	22.9%	23.5%	24.0%	25.0%
	占比 (%)	18.3%	16.1%	14.6%	13.8%
土方机械	收入 (百万元)	6648	9972	13961	18149
	yoy	89.3%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率 (%)	27.9%	29.0%	30.0%	30.0%
	占比 (%)	14.1%	17.8%	20.6%	22.5%
农业机械	收入 (百万元)	2092	3347	4686	6092
	yoy	-2.2%	60.0%	40.0%	30.0%
	毛利率 (%)	11.7%	15.0%	20.0%	25.0%
	占比 (%)	4.4%	6.0%	6.9%	7.6%
高空机械	收入 (百万元)	5707	7990	10386	12464
	yoy	24.2%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率 (%)	22.7%	24.0%	24.0%	24.0%
	占比 (%)	12.1%	14.2%	15.3%	15.5%
金融服务	收入 (百万元)	497	497	497	497
	yoy	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率 (%)	96.6%	97.0%	97.0%	97.0%
	占比 (%)	1.1%	0.9%	0.7%	0.6%
其他机械和产品	收入 (百万元)	4242	5090	6109	7330
	yoy	23.2%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率 (%)	26.7%	25.0%	25.0%	25.0%
	占比 (%)	9.0%	9.1%	9.0%	9.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。我们选取了和公司同属于工程机械行业的4家龙头企业作为可比公司：三一重工、柳工、徐工机械、恒立。2024-2025年，上述可比公司平均PE为17/14X，而当前股价对应公司PE为11/8X。中联重科在全球工程机械行业中占据领先地位，其传统起重机械和混凝土机械业务表现稳健，高机、挖机、农机和矿机等新兴领域正在快速成为公司新的增长引擎。鉴于国内市场有望实现触底反弹，加之公司在

海外市场的强势增长，中联重科可以赋予更高的龙头溢价、底部反转溢价、以及成长溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

图表88: 中联重科可比公司对比

证券简称	总市值 (亿元)	净利润(亿元)		YOY (%)		PE (倍)		PB (倍)	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
三一重工	1,292	61.6	79.3	35.3	26.9	21.0	16.3	1.8	1.7
徐工机械	709	65.2	82.0	26.7	26.8	10.9	8.6	1.2	1.1
柳工	187	14.6	19.4	59.6	30.2	12.8	9.7	1.1	1.0
恒立	677	27.3	32.2	10.1	19.1	24.8	21.0	4.1	3.6
平均值						17.3	13.9	2.0	1.8
中联重科	506	45.4	60.1	29.6	32.2	11.1	8.4	0.9	0.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 三一重工、徐工机械、柳工、恒立的数据选自2024年9月9日 Wind 一致预测)

风险提示

国内下游行业需求不足风险。 工程机械行业受下游房地产和基建行业影响较大，目前国内这些关键下游行业市场状况尚未稳定，从而影响公司业绩稳定性和可预见性。

海外市场风险。 公司海外收入增速明显，但目前国际局势不断变动，政治、经济、法律和文化差异等因素具有不确定性风险。

汇率波动风险： 作为全球市场运营的企业，公司的财务表现受汇率波动影响显著，汇率的不稳定性可能导致实际收益与预期存在较大差异。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com