

★ 投资评级:增持(维持)

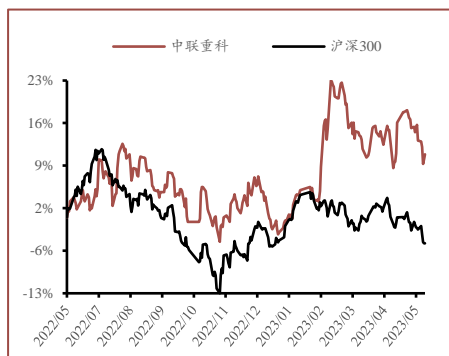
核心观点

基本数据

2023-05-26

收盘价(元)	6.18
流通股本(亿股)	86.51
每股净资产(元)	6.29
总股本(亿股)	86.78

最近 12 月市场表现



分析师 余炜超

SAC 证书编号: S0160522080002  
shewc@ctsec.com

分析师 张豪杰

SAC 证书编号: S0160522090002  
zhanghj01@ctsec.com

相关报告

- 《一季度收入增速转正，海外业务贡献明显》 2023-05-09
- 《新兴板块逐步发力，助力公司行稳致远》 2023-04-02
- 《三季度业绩承压，多元布局助力公司行稳致远》 2022-11-01

❖ **风雨兼程三十余载，多元布局助力公司行稳致远。**公司是我国工程机械行业龙头企业之一，主营业务产品包括起重机械、混凝土机械、挖掘机械、高空作业平台、农机等。2022 年，公司新兴业务高空作业平台和土方机械依然保持较快增长，新兴业务占比提升至 19.47%，且盈利能力持续增强。此外，公司海外出口高速增长，2022 年海外业务收入同比增长 72.60%。公司新兴板块及海外收入占比持续提升，新兴业务及海外出口有望成为公司业绩增长新引擎。2023 年，下游需求有望迎来边际改善，公司起重机械、混凝土机械等核心业务有望实现底部反转，经营业绩和盈利能力逐步回升可期。

❖ **工程机械需求迎来边际改善，行业拐点渐行渐近。**(1) 新增需求有望企稳：① 地产：年初以来，地产领域需求依然较弱，伴随着地产调控政策的逐步发力，地产需求边际改善可期。② 基建：2023 年一季度基建固定资产投资增速达 10.82%；基建投资的逆周期调节作用持续凸显，对工程机械行业的拉动作用有望逐步显现。(2) 更新需求有望逐步启动：按照 8 年设备使用寿命周期进行测算，工程机械行业新一轮更新高峰期有望在 2024 年逐步启动，更新需求曙光初现。(3) 海外出口较快增长：我国加强“一带一路”沿线国家出口，国产品牌在全球市场竞争力持续增强。(4) 机器人效应逐步显现：工程机械产品应用领域不断拓展，机器人趋势愈发明显，行业依然具备向上空间。

❖ **起重机械、混凝土机械等核心产品竞争力持续提升。**2023 年 4 月，汽车起重机、履带起重机、随车起重机销量同比均实现正增长，塔机销量增速 3 月同比转正，行业拐点逐步显现。2022 年，公司混凝土机械、工程起重机械、建筑起重机械三大产品竞争力持续增强，市场地位稳固。混凝土机械长臂架泵车、车载泵、搅拌站市场份额仍稳居行业第一，搅拌车市场份额提升至行业第二；工程起重机械市场份额保持行业领先，建筑起重机械销售规模稳居全球第一。在 2023 年中联重科“科技献礼新时代”系列活动和第三届长沙国际工程机械展览会期间，中联重科签约订单超 80 亿元，其中起重机械和混凝土机械共计揽获订单 32.7 亿元，引领行业的实力充分凸显。

❖ **新兴业务及海外出口成为公司业绩增长新引擎。**公司高空作业平台、挖掘机等新兴板块持续发力。目前公司已成为国内型号最全的高空设备厂商，国内销量行业领先，市场表现和客户口碑持续提升；公司高机板块拟分拆上市，有望助力高机业务持续快速发展。公司土方机械形成“渭南+长沙”双制造基地布局，盈利能力持续提升，中大吨位挖掘机产品可靠性、智能技术实现全面升级，整体市场份额持续提升。此外，公司农机业务逐步提质升级，干混砂浆业务布局持续完善。公司海外业务保持高速增长，“一带一路”沿线国家布局逐步完善：一季度，公司海外收入同比增长 123%，继续保持高增长态势。公司出口收入每季度呈现爬坡式快速增长，重点产品与市场实现有效突破。

- ❖ **投资建议：**公司工程机械行业龙头地位稳固，起重机械和混凝土机械核心板块竞争力持续增强；挖机、高空作业平台等新兴板块持续发力，有望成为未来业绩增长新引擎；公司“一带一路”沿线国家布局逐步完善，海外收入有望保持高速增长。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 37.79、49.46、63.58 亿元，对应 PE 分别为 14.19、10.84、8.43 倍。给予公司“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**基建、房地产投资不及预期，市场非理性竞争，海外贸易环境恶化，原材料、航运价格大幅上涨风险等。

**盈利预测：**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	67131	41631	50044	60531	73152
收入增长率(%)	3.11	-37.98	20.21	20.96	20.85
归母净利润(百万元)	6270	2306	3779	4946	6358
净利润增长率(%)	-13.88	-63.22	63.85	30.89	28.56
EPS(元/股)	0.76	0.27	0.44	0.57	0.73
PE	9.43	20.15	14.19	10.84	8.43
ROE(%)	11.03	4.21	6.58	7.93	9.25
PB	1.09	0.86	0.93	0.86	0.78

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

## 内容目录

1	风雨兼程三十余载，多元布局助力公司行稳致远.....	6
1.1	发展历程：风雨兼程三十余载，打造工程机械行业龙头.....	6
1.2	主营产品：核心产品优势突出，挖机、高机新兴板块蓬勃发展.....	7
1.3	股权结构：公司是行业内混合所有制改革的成功典范.....	9
1.4	财务情况：一季度收入增速转正，未来业绩持续改善可期.....	10
2	工程机械需求迎来边际改善，行业拐点渐行渐近.....	12
2.1	地产领域政策逐步发力，基建逆周期调节作用持续凸显.....	12
2.2	工程机械行业新一轮更新高峰期有望逐步启动.....	16
2.3	海外出口较快增长，国产龙头向全球市场进军.....	17
2.4	应用场景不断拓展，机器人趋势愈发明显.....	19
3	起重机械、混凝土机械核心产品竞争力持续提升.....	21
3.1	起重机械行业逐步筑底，月度销量增速逐步转正.....	21
3.2	公司工程起重机行业领先，建筑起重机全球第一.....	24
3.3	混凝土机械市场需求有望迎来边际改善.....	25
3.4	公司混凝土机械龙头地位稳固.....	27
4	新兴业务及海外出口成为公司业绩增长新引擎.....	28
4.1	高空作业平台业务发展迅速，拟分拆上市打开拓展空间.....	28
4.2	挖掘机业务快速增长，盈利能力不断提升.....	29
4.3	农机板块提质升级，干混砂浆业务布局持续完善.....	30
4.4	海外布局逐步完善，“一带一路”沿线出口快速增长.....	32
5	给予公司“增持”评级.....	34
6	风险提示.....	35

## 图表目录

图 1.	公司发展历程.....	6
图 2.	公司主营业务产品.....	7
图 3.	2022 年公司各项营收占比.....	8
图 4.	公司主要产品历年毛利率.....	8
图 5.	公司主要产品历年营收.....	8

图 6. 公司历年营收及同比增速.....	10
图 7. 公司历年归母净利润及同比增速.....	10
图 8. 公司历年毛利率、净利率、期间费用率.....	11
图 9. 公司历年加权平均净资产收益率.....	11
图 10. 公司历年应收账款周转率、存货周转率.....	12
图 11. 公司历年经营活动现金净流量.....	12
图 12. 房屋新开工面积及其同比增速.....	12
图 13. 房地产开发投资完成额及其同比增速.....	12
图 14. 房屋新开工面积和挖掘机销量的相关性.....	13
图 15. 房地产开发投资和挖掘机销量的相关性.....	13
图 16. 基建固定资产投资完成额累计同比.....	15
图 17. 中国中铁基建新签合同额及同比增速.....	15
图 18. 地方政府专项债券发行额.....	16
图 19. 挖掘机更新需求测算.....	17
图 20. 汽车起重机更新需求测算.....	17
图 21. 挖机销量与更新需求分析.....	17
图 22. 挖掘机年度出口数量及增速.....	18
图 23. 挖掘机月度出口数量及增速.....	18
图 24. 2022 年卡特彼勒各地区收入占比情况.....	18
图 25. 2021 年小松各地区收入占比情况.....	18
图 26. 我国工程机械企业历年海外营收(亿元) .....	19
图 27. 主要企业海外收入占比变化情况.....	19
图 28. 2022 年主要工程机械企业全球市占率.....	19
图 29. 2022 年主要国家工程机械份额占比.....	19
图 30. 我国城镇化率水平.....	20
图 31. 我国 15-64 岁人口占总人口的比重 .....	20
图 32. 微挖占国内挖机销量的比重.....	20
图 33. 6 吨以下的微挖销量及同比增速.....	20
图 34. 汽车起重机图示.....	21
图 35. 履带起重机图示.....	21
图 36. 汽车起重机年度销量及同比增速.....	21
图 37. 汽车起重机月度销量及同比增速.....	21
图 38. 2021 年中国汽车起重机销量结构占比.....	22

图 39. 主要企业汽车起重机出口量.....	22
图 40. 履带起重机销量及同比情况.....	22
图 41. 履带起重机月销同比情况.....	22
图 42. 中国塔机销量情况.....	23
图 43. 中国汽车起重机销售量市场份额占比.....	23
图 44. 2022 年中国塔机制造商 10 强榜单.....	23
图 45. 公司起重机械销售收入及同比情况.....	24
图 46. 2015-2022 年公司起重机械毛利率情况 .....	24
图 47. 混凝土泵车图示.....	25
图 48. 混凝土搅拌车图示.....	25
图 49. 中国混凝土泵车销售量.....	26
图 50. 中国混凝土泵车需求量.....	26
图 51. 混凝土搅拌车销量情况.....	26
图 52. 混凝土搅拌车出口情况.....	26
图 53. 公司历年混凝土机械营业收入及同比增速.....	27
图 54. 混凝土搅拌车出口情况.....	27
图 55. 公司高机业务收入及同比增速.....	28
图 56. 公司土方机械营收及同比增速.....	29
图 57. 公司土方机械业务毛利率情况.....	29
图 58. 中联智慧产业城首开项目——土方机械园区.....	30
图 59. 中联长沙挖掘机智能制造示范工厂.....	30
图 60. 公司农机业务收入及同比增速.....	31
图 61. 公司历年海外业务收入及同比增速.....	32
图 62. 公司历年海外业务收入占比.....	32
图 63. 公司海外业务和国内业务毛利率情况.....	33
表 1. 2023 年一季度公司股权结构.....	9
表 2. 2023 年中央及相关部门房地产调控重要政策（部分） .....	13
表 3. 2023 年地方房地产宽松政策汇总（部分） .....	14
表 4. 2023 年“第三支箭”支持企业股权融资进展.....	14
表 5. 公司业绩拆分.....	34
表 6. 可比公司估值.....	35



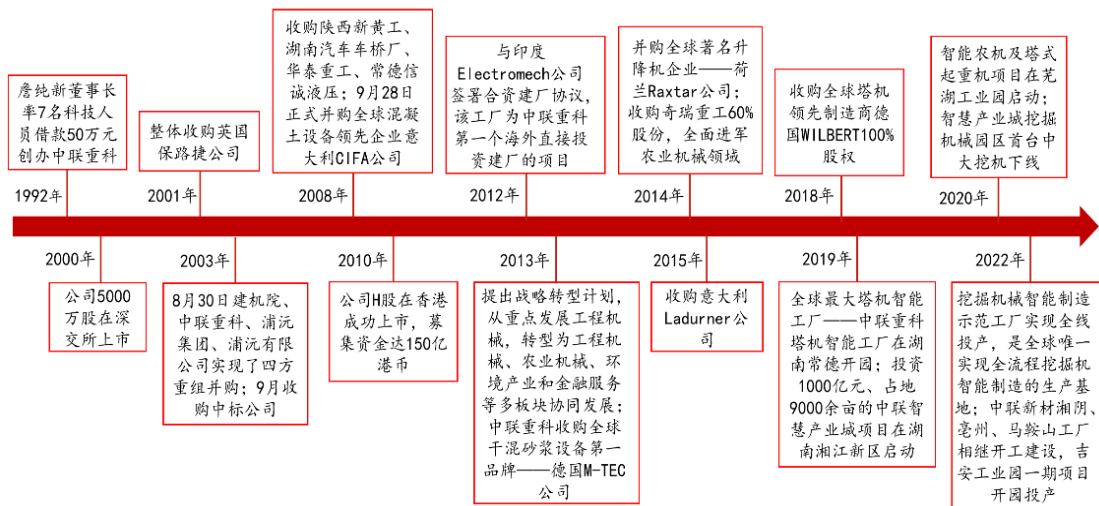
# 1 风雨兼程三十余载，多元布局助力公司行稳致远

## 1.1 发展历程：风雨兼程三十余载，打造工程机械行业龙头

公司创立于1992年，主要从事工程机械、农业机械等高新技术装备的研发制造，主导产品涵盖18大类别、106个产品系列、660个品种，是业内首家“A+H”股上市公司；在英国KHL集团发布的2022全球工程机械制造商50强排行榜中，公司排名全球第7位。公司业务已覆盖全球100余个国家和地区，在“一带一路”沿线市场均有布局；产品远销中东、南美、非洲、东南亚、俄罗斯以及欧美、澳大利亚等高端市场。

公司是我国工程机械龙头企业之一，主导产品市场地位行业领先。2022年，公司混凝土机械、工程起重机械、建筑起重机械三大产品竞争力持续增强，市场地位稳固。混凝土机械长臂架泵车、车载泵、搅拌站市场份额仍稳居行业第一，搅拌车市场份额提升至行业第二；工程起重机械市场份额保持行业领先，200吨及以上全地面起重机销量位居行业第一，全球最大吨位全地面起重机ZAT24000H实现批量交付；建筑起重机械销售规模稳居全球第一，推出极致R代塔机，实现“全域安全、30年寿命、远程管理”三大核心技术突破，确立世界塔机技术标杆。

图1.公司发展历程



数据来源：公司官网、财通证券研究所

公司新兴业务板块持续取得突破。公司土方机械形成“渭南+长沙”双制造基地布局，长沙挖掘机械智能制造示范工厂实现全线投产，中大挖国内销量进入行业前列。公司高空作业机械成为国内型号最全的高空设备厂商，国内销量行业领先，在加快常规机型的产品升级换代的同时，加速全新品类产品开发，车载式高空作业平台、蜘蛛作业车实现小批量产，伸缩臂叉装车、高空作业机器人等新产品研

制下线。公司干混砂浆新材料业务工厂建设和材料研发持续提速，2022年下半年中联新材湘阴、亳州、马鞍山工厂相继开工建设，吉安工业园一期项目开园投产，同时加大研发投入，形成以水泥基高流动性地坪砂浆、机喷型装饰砂浆为核心的系列产品，加速推进产品开发迭代升级，提升市场竞争力。

**数字化转型持续推进，智能制造产业集群加速形成。**公司围绕计划、制造、质量、设备、供应、物流等业务，以制造和供应端对端为重点，打造智能制造系统和敏捷供应系统，数字技术赋能智慧产业城建设，全力推动产业生态、形态、业态的深刻变革，进入全面创新、全面升级的高质量发展新阶段。国家智能制造试点的“挖掘机械智能制造示范工厂”实现全线投产，包括4条无人化“黑灯”产线，是全球唯一实现全流程挖掘机智能制造的生产基地；行业领先的高空作业机械智能工厂实现臂式装配线等9条智能产线建成投产，筑牢行业第一梯队的产业基础；行业领先的混凝土泵送机械智能工厂实现泵车整机装配线等4条智能产线建成；全球领先的中联智慧产业城高强钢备料中心、薄板件中心产线进入安装调试；工程起重机械、基础施工机械、农业机械、工程车桥、中高端液压油缸等主机及零部件智能制造工厂产线建设正有序推进。

## 1.2 主营产品：核心产品优势突出，挖机、高机新兴板块蓬勃发展

公司主营业务产品包括**工程机械、农业机械等**。公司工程机械产品主要包括混凝土机械、起重机械、挖掘机械、高空作业平台、矿山机械等，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。

图2.公司主营业务产品

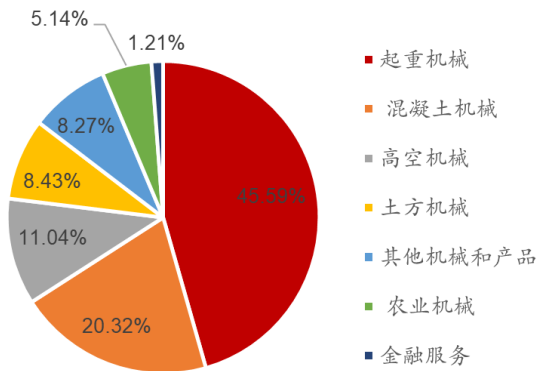


数据来源：公司官网、财通证券研究所

公司起重机械、混凝土机械占据主导。2022年，公司起重机械/混凝土机械/高空作业机械/土方机械/农业机械分别实现营收189.8/84.6/46.0/35.1/21.4亿元，分别同比增长-47.99%/-48.35%/37.15%/8.50%/-26.43%，占营收的比重分别为45.59%/20.32%/11.04%/8.43%/5.14%。2022年工程机械行业下游需求依然较为疲软，公司起重机械、混凝土机械下滑幅度较大，但新兴业务高空作业平台和土方机械依然保持较快增长。

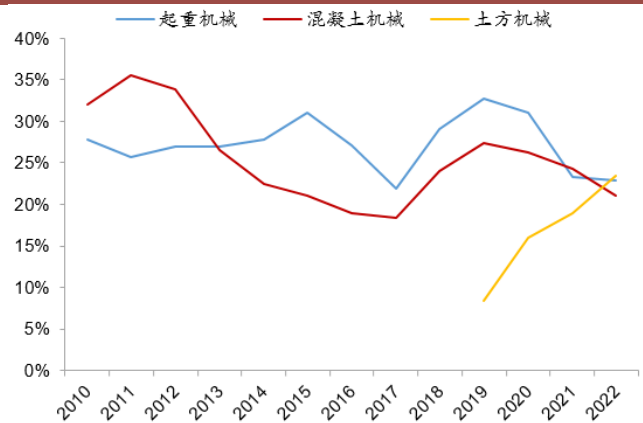
高空作业平台、土方机械毛利率持续提升。2022年，公司起重机械/混凝土机械/高空作业平台/土方机械毛利率分别为22.91%/21.03%/20.81%/23.48%，分别同比提升-0.38/-3.20/0.02/4.55pct。受原材料价格上涨、市场竞争加剧等因素影响，公司主导产品起重机械、混凝土机械毛利率有所下降；在高空作业平台、土方机械等新兴业务板块，公司不断优化产品结构，降本增效成效显著，毛利率水平持续提升。

图3.2022年公司各项营收占比



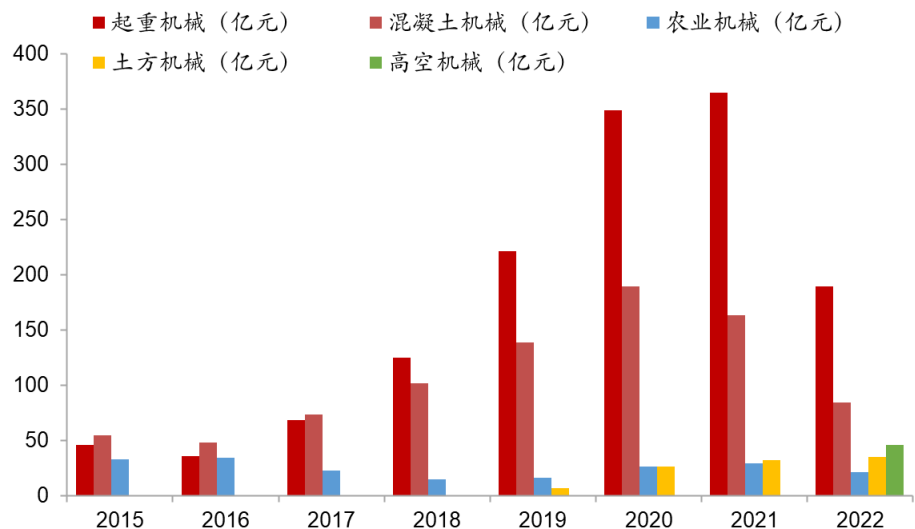
数据来源：iFinD、财通证券研究所

图4.公司主要产品历年毛利率



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图5.公司主要产品历年营收



数据来源：iFinD、财通证券研究所



### 1.3 股权结构：公司是行业内混合所有制改革的成功典范

**1992-2000年：通过股份制改革实现A股上市。**1992年，公司董事长詹纯新先生（时任长沙建机院副院长）等人创办了中联重科的前身——长沙高新技术开发区中联建设机械产业公司；长沙建机院是隶属于建设部的一家国有科研院所，在建机院科研成果的支持下，中联迅速壮大；1997年，为有利于中联公司上市，建机院决定成立一个由职工入股的公司——中标公司，来持有中联混凝土和中联起重公司49%的股权。2000年，中联重科成功登陆深交所，建机院作为部属134个科研机构转制单位之一，转制为企业。

**2001-2009年：从母公司改制到整体上市。**建机院的国有股转让改制始于2004年；2007年，建机院将与中联重科主业相关的经营性资产全部出售给中联重科，完成了中联重科的整体上市；2008年，长沙建机院在工商局完成了注销手续，建机院持有的中联重科的股份全部承继给股东。2009年，湖南省国资委持股24.99%股份，管理团队及骨干员工（合盛科技、一方科技）持股12.56%，弘毅投资（佳卓集团、智真国际）持股12.55%。中联重科从国有绝对控股转变为国有相对控股，股权进一步得到分散，治理结构得到完善，同时管理层也得到了激励，实现了真正意义上的混合所有制。

表1.2023年一季度公司股权结构

排名	股东名称	持股数（股）	持股比例	股本性质
1	香港中央结算(代理人)有限公司	1,578,464,401	18.19%	境外法人
2	湖南兴湘投资控股集团有限公司	1,253,314,876	14.44%	国有法人
3	长沙中联和一盛投资合伙企业(有限合伙)	682,201,864	7.86%	境内非国有法人
4	中联重科股份有限公司-第一期员工持股计划	390,449,924	4.50%	其他
5	中国证券金融股份有限公司	233,042,928	2.69%	国有法人
6	香港中央结算有限公司	221,242,983	2.55%	境外法人
7	智真国际有限公司	168,635,602	1.94%	境外法人
8	乌鲁木齐凤凰基石股权投资管理有限合伙企业-马鞍山煊远基石股权投资合伙企业(有限合伙)	148,869,223	1.72%	其他
9	乌鲁木齐凤凰基石股权投资管理有限合伙企业-凤凰基石同力私募股权投资基金	74,434,611	0.86%	其他
10	宁琛	44,708,859	0.52%	境内自然人
	合计	4,795,443,671	55.27%	

数据来源：iFinD、财通证券研究所

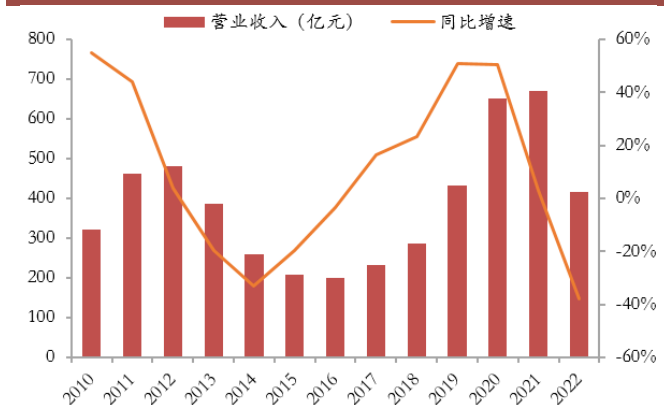
**2010年至今：港交所上市，谋求国际化发展之路；深化业务端对端管理，激发经营活力。**2010年12月，中联重科在港交所主板上市，公司股权结构更趋多元化，也成为业内首家“A+H”股上市公司。2012年2月，湖南省国资委明确将公司界定为国有参股公司，公司无控股股东或实际控制人。2014年，中联重科的体制创新被国务院国资委树立为混合所有制的“样本”。2017年，公司对核心管理层实施

股权激励；2019年，推出核心经营管理层持股计划；2020年11月，合盛科技、一方科技、中航信托计划将各自持有的公司股份协议转让给和一盛投资（公司管理层和员工持股平台）；2021年5月，湖南省国资委将所持公司股份无偿划转给湖南兴湘投资控股集团有限公司。目前公司股权比较分散，国资委持股、管理层和员工持股较为均衡，既能发挥国有企业的优势，又具备民营企业的活力。公司产品线销售职能回归事业部后，市场竞争优势进一步增强；全面深化业务端对端管理，彻底打通市场链，支撑业务高效、透明、可控运行。公司全面推行超额利润分享，引导事业部向市场要利润，激发经营活力，引导高质量可持续增长。

#### 1.4 财务情况：一季度收入增速转正，未来业绩持续改善可期

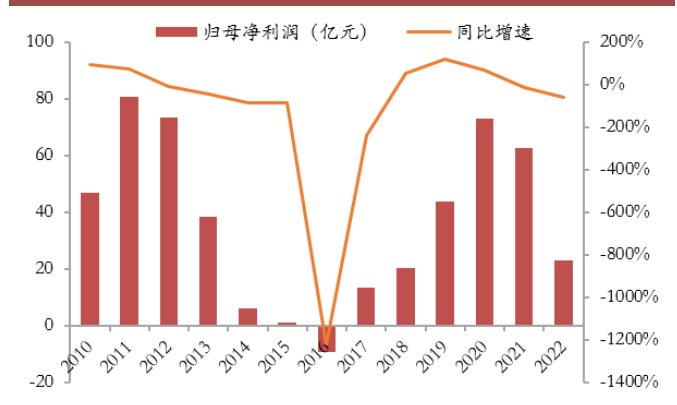
一季度营收增速实现正增长，海外业务收入大幅增长。工程机械行业从2012年起需求急速下滑，并进入长达5年的深度调整期。2016年下半年至2021年初，在下游地产、基建投资需求增加，“一带一路”政策实施带动出口需求增长以及存量设备更新换代高峰期到来等因素的拉动下，工程机械行业持续复苏，公司业绩也恢复增长态势。2022年，受房地产等下游领域项目开工下降影响，国内工程机械市场需求收缩，公司经营业绩有所承压；2022年，公司实现营收416.31亿元，同比下滑37.98%；实现归母净利润23.06亿元，同比下滑63.22%。2023年一季度，工程机械行业需求迎来边际改善，海外出口持续拉动，公司经营业绩有所改善；一季度，公司实现营收104.26亿元，同比增长4.13%，收入增速在历经6个季度下滑后首次迎来正增长；一季度公司海外业务收入同比增长123%，海外业务贡献明显。伴随着地产政策的边际宽松和基建投资落地情况的逐步好转，国内工程机械需求有望持续边际改善，同时随着我国工程机械产品全球竞争力的提升，海外需求有望延续增长态势，公司经营业绩有望重新进入上升通道。

图6.公司历年营收及同比增速



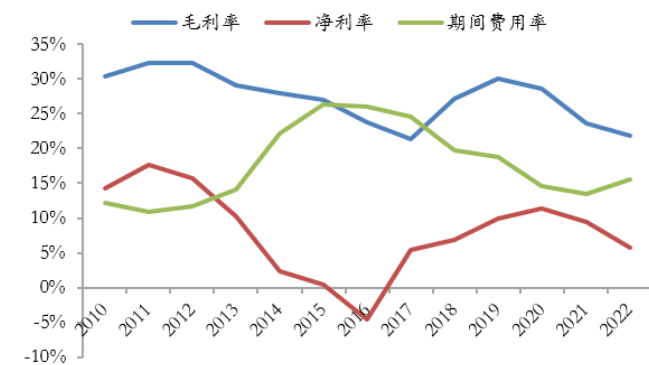
数据来源：iFinD、财通证券研究所

图7.公司历年归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD、财通证券研究所

**公司盈利能力有望改善。**2022年，公司毛利率为21.83%，同比降低1.78pct；净利率为5.73%，同比降低3.78pct；加权平均净资产收益率为4.13%，同比降低7.43pct；期间费用率为15.50%，同比提升2.03pct。受原材料价格上涨、市场竞争加剧等因素影响，公司盈利能力有所降低。公司积极运用供方整合、新材料新工艺的应用和替换、进口零部件国产化、提升关键件自制率等方式开展降本增效，产品销售毛利率自2022年一季度以来逐季改善。一季度，公司毛利率为26.39%，同比提升6.32pct，环比提升2.16pct，毛利率水平持续提升；公司净利率为8.24%，同比降低1.11pct。随着原材料成本的持续降低及公司降本增效工作的持续推进，公司盈利能力有望进一步改善。

**图8.公司历年毛利率、净利率、期间费用率**


数据来源: iFinD、财通证券研究所

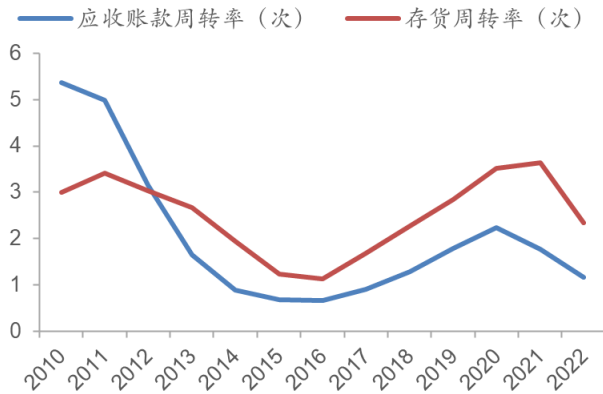
**图9.公司历年加权平均净资产收益率**


数据来源: iFinD、财通证券研究所

**公司营运能力有所下降，但依然稳健。**从2017年到2020年，公司应收账款周转率和存货周转率稳步提升，经营效率和经营质量大幅改善。自2021年开始，受工程机械行业需求下行影响，公司营运能力有所下滑。2022年，公司存货周转率为2.35次，同比减少1.29次；应收账款周转率为1.17次，同比减少0.6次；但公司经营质量依然保持稳健。

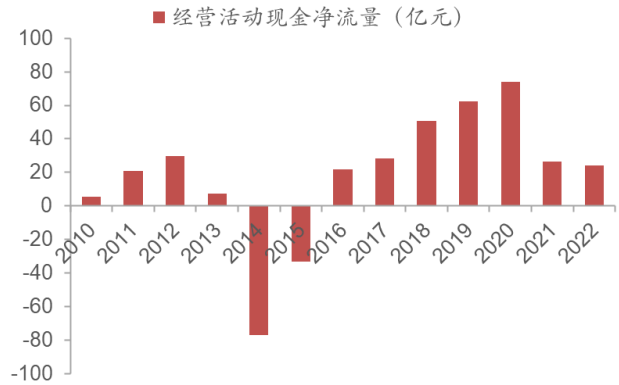
**公司经营活动现金净流量持续为正。**2016年，公司经营活动现金净流量由负转正，随后快速提升，现金流情况持续改善。自2021年开始，公司经营活动现金净流量有所降低，但依然保持正流入。2022年，公司经营活动现金净流量为24.25亿元，仍高于2016年水平。随着工程机械行业需求持续改善以及公司降本增效工作的持续推进，公司经营质量和经营效率有望持续提升。

图10.公司历年应收账款周转率、存货周转率



数据来源: iFinD、财通证券研究所

图11.公司历年经营活动现金净流量



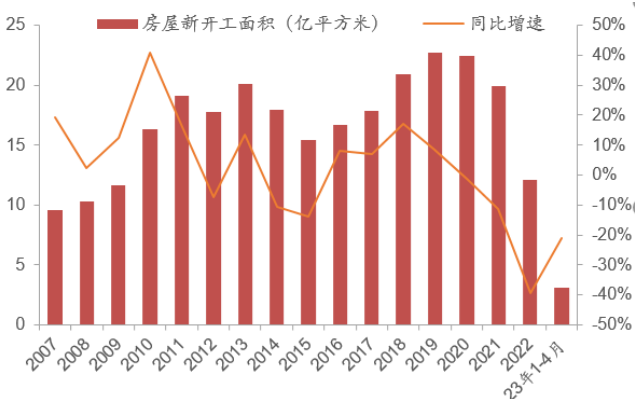
数据来源: iFinD、财通证券研究所

## 2 工程机械需求迎来边际改善, 行业拐点渐行渐近

### 2.1 地产领域政策逐步发力, 基建逆周期调节作用持续凸显

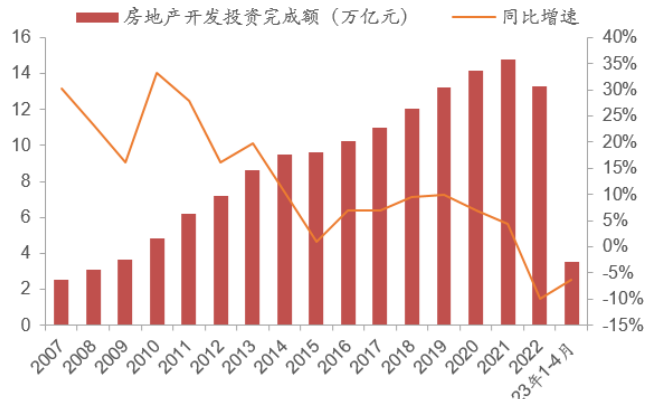
房地产作为工程机械的重要下游, 对工程机械需求的拉动作用明显。2016年, 我国房屋新开工面积和房地产开发投资完成额同比增速开始回升, 房地产行业的回暖直接带动了工程机械行业的复苏, 复苏态势一直持续到2021年初。从2021年4月起, 房屋新开工面积当月同比增速由正转负, 房地产需求转向疲软, 工程机械行业景气度也随之下行。2022年以来, 多项地产宽松政策出台, 希望以支持合理购房需求和为房企提供融资支持的方式改善房地产市场供需双弱的下行趋势。2023年1-4月, 房屋新开工面积和同比房地产开发投资完成额同比增速分别为-21.2%/-6.2%, 依然有所下滑。伴随着地产政策的持续宽松, 工程机械行业需求有望逐步迎来边际改善。

图12.房屋新开工面积及其同比增速



数据来源: iFinD、财通证券研究所

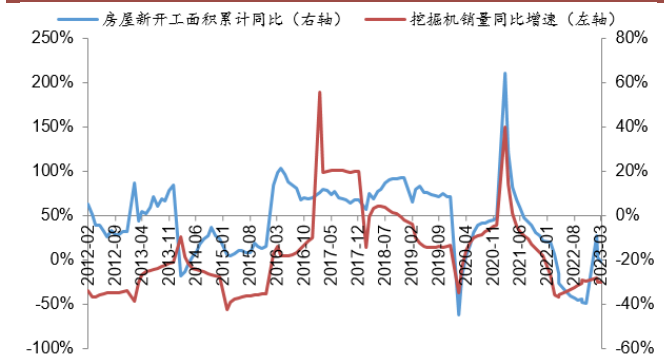
图13.房地产开发投资完成额及其同比增速



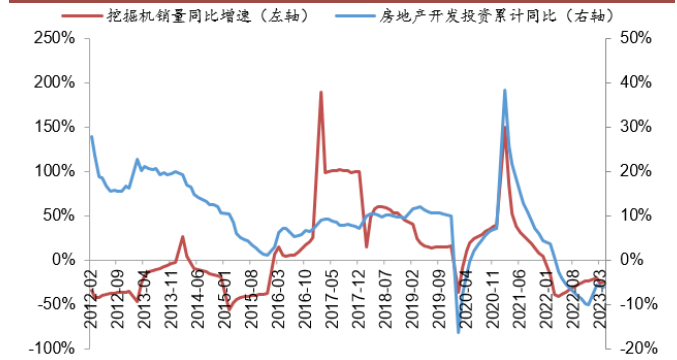
数据来源: iFinD、财通证券研究所



测算房地产与挖掘机销量的相关性，更好的指标是房屋新开工面积。根据我们的测算，房地产开发投资与挖掘机销量的相关系数为 0.18（测算周期为 2012.02-2023.04）；但是房地产开发投资包括房产开发过程中的各类投资，更好的指标是房屋新开工面积，后者的相关系数达到 0.62。2023 年 1-4 月房屋新开工面积同比增速为 -21.20%。2023 年 1-2 月份房地产业销售收入由负转正，同比增长 2.3%；3 月份增速进一步提升，同比增长 17.9%，房地产销售端同样已出现明显边际改善。一般来说，从销售端传递到新开工端需要一段时间，房屋销售端数据好转未来有望带动新开工端向上修复。

**图14.房屋新开工面积和挖掘机销量的相关性**


数据来源：iFinD、财通证券研究所

**图15.房地产开发投资和挖掘机销量的相关性**


数据来源：iFinD、财通证券研究所

**2023 年地产宽松政策供需两端共同发力。**从需求端来看：1 月初，央行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，结合各个城市最新房价变动及时动态调整首套房贷利率；3 月底，自然资源部、银保监会联合印发《关于协同做好不动产“带押过户”便民利企服务的通知》，要求从重点城市开始，以点带面推进“带押过户”；因城施策方面，各地从放松限购限贷、公积金政策、发放住房补贴、落户或引才等方面支持合理购房需求。从供给端来看：2 月，证监会启动不动产私募基金试点工作，进一步为房企改善资产负债表结构、降低杠杆率释放政策空间；3 月，证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)常态化发行相关工作的通知》，REITs 申报项目首次覆盖至商业不动产领域；股权融资开闸，“第三支箭”为多家房企带来资金支持。

**表2.2023 年中央及相关部门房地产调控重要政策（部分）**

日期	部门	政策内容
1 月 5 日	人民银行、银保监会	① 自 2022 年第四季度起，各城市政府可于每季度末月，以上季度末月至本季度第二个月为评估期，对当地新建商品住宅销售价格变化情况进行动态评估。 ② 对于评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。 ③ 下调或取消贷款利率下限的城市，如果后续新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均上涨，应自下一个季度起，恢复利率下限。



2月20日	证监会	启动不动产私募投资基金试点工作，不动产私募投资基金的投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。
3月24日	证监会	发布关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。
3月30日	自然资源部、银保监会	印发《关于协同做好不动产“带押过户”便民利企服务的通知》，要求以点带面，积极做好“带押过户”：要推动省会城市、计划单列市率先实现，并逐步向其他市县拓展；要推动同一银行业金融机构率先实现，并逐步向跨银行业金融机构拓展；要推动住宅类不动产率先实现，并逐步向工业、商业等类型不动产拓展。实现地域范围、金融机构和不动产类型全覆盖，常态化开展“带押过户”服务。

数据来源：中指研究院、财通证券研究所

**表3.2023年地方房地产宽松政策汇总（部分）**

政策分类	一线城市	二线城市（涉及18个城市）	三四线城市（涉及67个市县）
放松限购	深圳深汕合作区	优化购房套数及门槛：济南、长沙、武汉、无锡、厦门 优化限购范围：杭州、无锡、沈阳	荥阳、赣州
放松限售	深圳深汕合作区	长沙、厦门	惠州、扬州、常州、徐州
放松限贷	-	-	荥阳、上栗县、东莞、佛山、济源产城融合示范区、监利、金华、洛阳、咸宁、贵安、漯河、驻马店、襄阳
公积金政策	提取规范：北京 提高贷款额度：深圳	优化提取条件：南京、哈尔滨、郑州、杭州临安区 降低首付或提高贷款额度：乌鲁木齐、大连、济南、长沙、太原、杭州临安区 优化商转公政策：兰州	常州、荥阳、上栗县、连云港、六安、丹东、亳州、绍兴、台州、乌兰浩特、资阳、淮北、监利、盐城、洛阳、东营、威海、临沂、丹东、乌兰察布、淄博、德州、吉林、扬州、日照、宿迁、漯河、驻马店、义乌、驻马店、揭阳、襄阳、南阳、玉溪、梅州、吉安、亳州、攀枝花、马鞍山、丽水、南通、赣州、蚌埠、株洲、遂宁、宣城、宿州、中山、莆田、贵安
限价政策	-	无锡	日照、丽水
落户或引才	落户规范：深圳 引才：北京平谷	放松落户：郑州、杭州 加大引才：长沙、哈尔滨、南昌高新区、长春	荥阳、上栗县、乌兰浩特、洛阳、洛阳、淄博临淄区、鹰潭、连江县、周口、扬州、佛山、漯河、武冈、驻马店、义乌、驻马店、义乌、吉安
发放购房补贴	-	乌鲁木齐、哈尔滨、南昌高新区、重庆、大连、郑州航空港区、杭州临安区	荥阳、上栗县、桂平、盐城、安义县、济源产城融合示范区、资阳、监利、德宏、洛阳、洛阳、襄阳襄州区、安阳、淄博临淄区、铜陵义安区、赣州章贡区等、鹰潭、连江县、威海、周口、鞍山、扬州、日照、阜阳、宿迁、武冈、酒泉、亳州、连云港、丽水
货币化安置	-	无锡	淮北、铜陵、宿迁
交易税费	-	-	资阳、酒泉、襄阳

数据来源：中指研究院、财通证券研究所

**表4.2023年“第三支箭”支持企业股权融资进展**

房企	时间	融资额度/用途
中南建设	1月5日	江苏中南建设集团股份有限公司披露 2023 年度非公开发行 A 股股票预案。发行对象为不超过三十五名符合中国证监会规定的特定投资者，非公开发行股票数量不超过 11.48 亿股（含本数），不超过

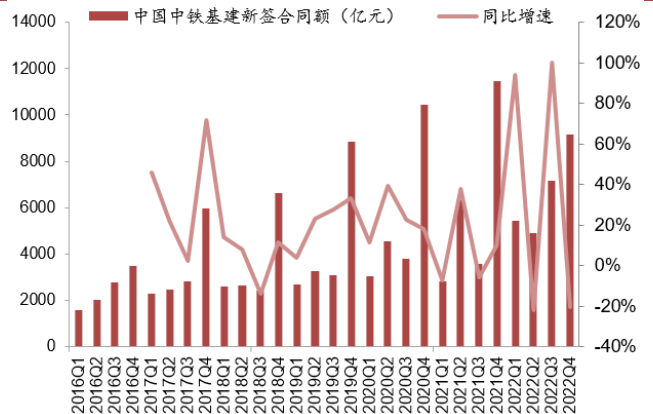
		此次发行前公司总股份数的 30%，发行对象均以现金认购，本次发行拟募集资金总额为不超过人民币 28 亿元（含发行费用），扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于临沂春风南岸项目、青岛即墨樾府项目以及补充流动资金。
中交地产	1 月 30 日	中交地产股份有限公司发布了关于拟筹划非公开发行股票的提示性公告。拟筹划向不超过 35 名特定投资者非公开发行股票，募集资金拟用于政策支持的房地产业务，包括公司“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发建设，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金和偿还债务等。
万科 A	2 月 10 日	万科 2023 年度非公开发行 A 股股票预案计划向不超过 35 名的特定对象开展定向增发，募集资金总额不超过 150 亿元，发行数量将不超过 11 亿股，占目前万科总股本的 9.46%，募集资金将用于公司旗下 11 个房地产开发项目和补充流动资金。
渝开发	2 月 28 日	拟向不超过 35 名特定投资者发行股票，本次发行数量按照募集资金总额除以发行价格确定，且不超过本次发行前渝开发股本总数的 30%。募集资金拟用于政策支持的房地产业务以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金和偿还债务等。本次向特定对象发行股票事项不会导致公司控股股东和实际控制人发生变化。
京能置业	3 月 1 日	拟向不超过 35 名特定投资者发行股票，募集资金拟用于与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等。
万科企业	3 月 2 日	与配售代理就配售 300,000,000 股新 H 股订立配售协议，配售价为每股 H 股 13.05 港元。配售所得款项净额总额预计约为 39.03 亿港元。万科拟将配售所得款项净额的 60% 资金用于偿还公司的境外债务性融资，剩余 40% 资金将用于补充公司营运资金。本次募集资金将不会用于境内新增住宅开发项目。

数据来源：中指研究院、财通证券研究所

**基建固定资产投资增速持续回升，中国中铁基建新签合同额淡季不淡。**自 2022 年 6 月开始，基建固定资产投资完成额累计同比增速保持上升趋势，2022 年，基建固定资产投资完成额同比增长 11.52%，2023 年 1-4 月同比增速为 9.80%，基建投资复苏趋势得以延续。一般来说，每年一季度和三季度是中国中铁基建新签合同额的淡季，但 2022 年一季度和三季度中国中铁基建新签合同额同比增速分别达到 94.10%/100.04%。中国中铁基建新签合同额淡季不淡反映出基建投资的逆周期调节作用逐步凸显。

**图 16. 基建固定资产投资完成额累计同比**

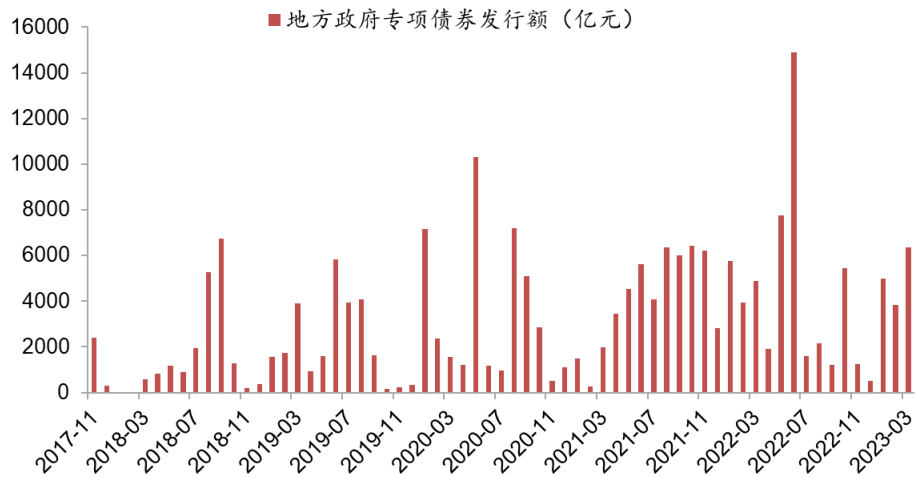

数据来源：iFinD、财通证券研究所

**图 17. 中国中铁基建新签合同额及同比增速**


数据来源：iFinD、财通证券研究所

**专项债提前下发，基建投资的逆周期调节作用进一步凸显。**2021年，地方政府专项债券发行4.92万亿元，同比增长18.9%。2022年，地方政府专项债券发行额达5.13万亿元，同比增长4.24%；地方政府专项债券发行进度明显加快，大型项目开工有望提速。2023年一季度，新增专项债发行量为1.36万亿元，约占全年新增专项债限额的35.7%。2023年新增专项债提前下达额度在一季度已发行超六成，将带动更多社会投资投向基础设施建设，发挥稳经济稳就业关键作用。

图18.地方政府专项债券发行额



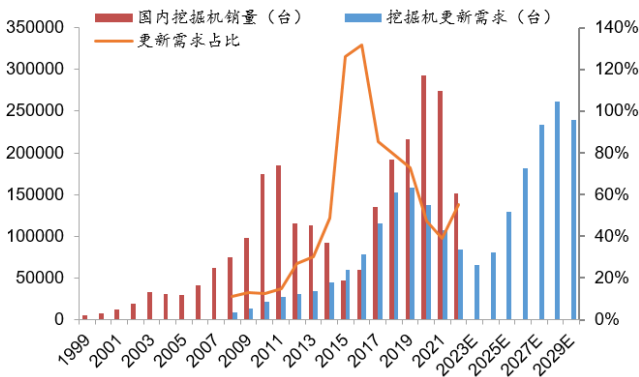
数据来源：iFinD、财通证券研究所

## 2.2 工程机械行业新一轮更新高峰期有望逐步启动

**工程机械行业下一轮集中替换周期有望在2024年左右开始启动。**挖掘机、起重机械、混凝土机械的使用寿命约为8年左右，T年的更新需求我们按照 $[(T-7)+(T-8)+(T-9)]/3$ 进行计算。我们以挖掘机为例，按照8年使用寿命周期计算，根据我们的测算，2023年挖掘机的更新替换量为6.61万台，2024年恢复至8.06万台，2025年进一步提升至12.89万台。2023年依然是工程机械更新周期磨底的一年，2024年更新需求有望逐步恢复。

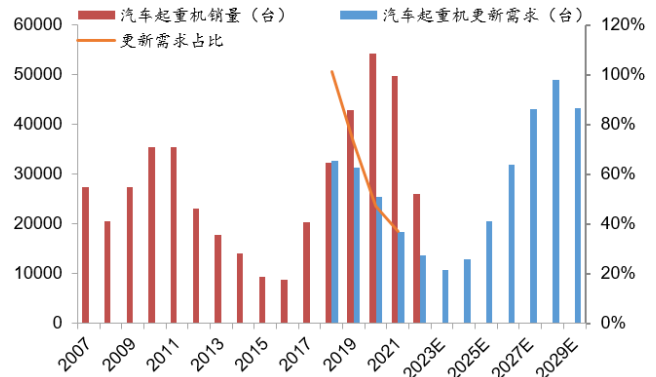
**更新需求作用是放大行业需求。**以挖掘机为例进行分析，2016年下半年销量同比数据开始复苏，但更新需求自2015年就开始大幅提升，2015年挖机销量仍处在下滑的通道中。我们认为这是因为宏观经济数据中与工程机械最敏感的房地产新开工面积同比增长来自于2016年。宏观经济数据复苏带来的是真实需求，更新需求更像是理论需求；只有当真实需求出现好转时，理论需求才能提供更好的弹性。基于目前地产政策边际改善、基建固定资产投资增速持续回升的背景下，我们认为应该重视更新需求对工程机械新增需求的放大作用。

图19.挖掘机更新需求测算



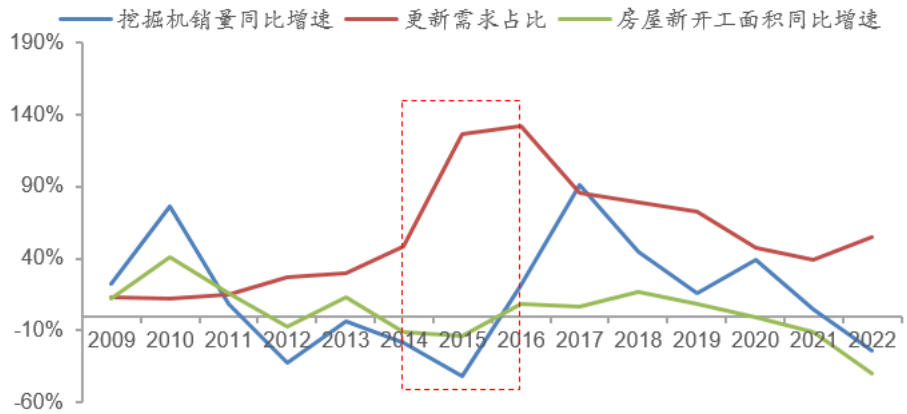
数据来源：iFinD、财通证券研究所

图20.汽车起重机更新需求测算



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图21.挖机销量与更新需求分析

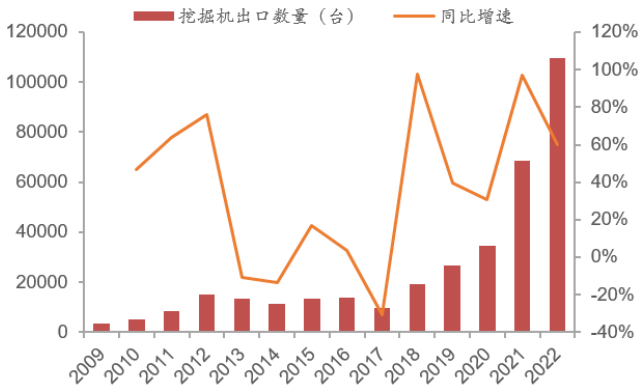


数据来源：iFinD、财通证券研究所

### 2.3 海外出口较快增长，国产龙头向全球市场进军

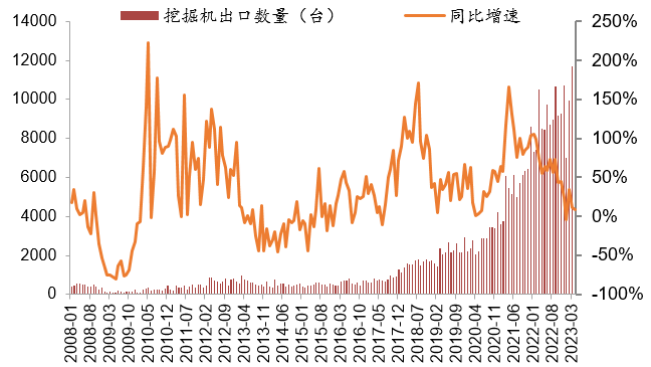
出口海外有望成为我国工程机械行业平滑周期性波动的重要力量。工程机械行业具有强周期性的特征。2012-2016年，中国工程机械行业经历了长达5年的深度调整；自2016年下半年开始，行业逐步回暖。2022年，受房地产等领域项目开工下降影响，国内工程机械市场需求收缩，行业步入调整期，但海外出口依旧保持高速增长。以挖掘机为例，2022年挖掘机行业总销量为26.13万台，同比下降23.8%，但挖掘机出口销量为10.95万台，同比增长60%，出口占比提升至41.9%。2023年1-4月，我国挖机出口3.79万台，同比增长12.2%，出口占比提升至49.7%。随着国内主机厂在海外市场的不断拓展，工程机械出口海外有望成为我国工程机械行业平滑周期性波动的重要力量。

图22.挖掘机年度出口数量及增速



数据来源：iFinD、财通证券研究所

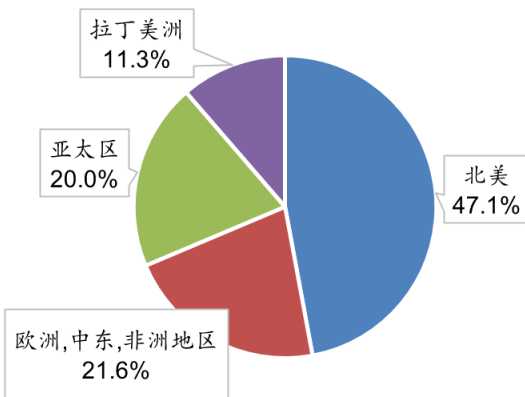
图23.挖掘机月度出口数量及增速



数据来源：iFinD、财通证券研究所

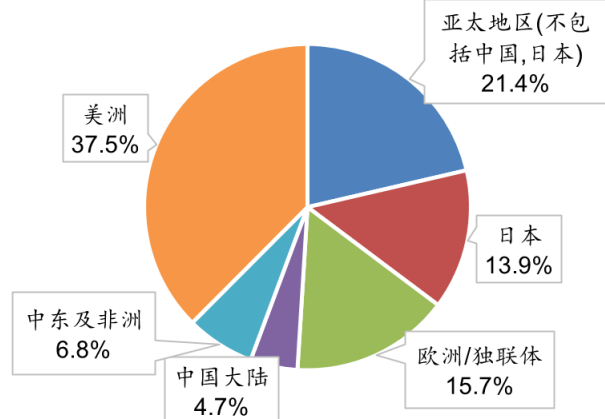
工程机械国际龙头海外收入占比较高，国产品牌仍有差距。卡特彼勒 2022 年在非北美地区的收入占比达到 52.9%；小松 2021 年海外收入占比达到 86.1%。近年来国内龙头海外收入占比不断提升，2022 年，三一重工海外收入占比提升至 45.70%，相较于 2021 年提升 22.29pct；中联重科海外收入占比提升至 24%，相较于 2021 年提升 15.38pct。总体来看国内龙头的海外收入占比与国际龙头仍有差距。工程机械行业在不同国家和地区存在发展不同步的现象，某一国家出现周期性下滑对于全球布局的工程机械企业来说影响较小。卡特、小松等海外工程机械龙头在全球布局广泛，有效缓解了本国工程机械行业的周期性波动对其带来的影响。

图24.2022 年卡特彼勒各地区收入占比情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

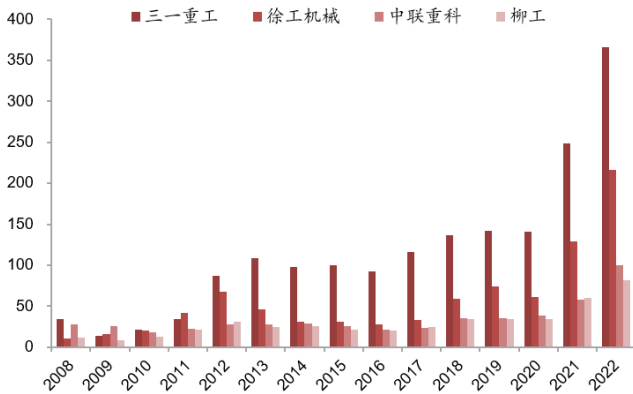
图25.2021 年小松各地区收入占比情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

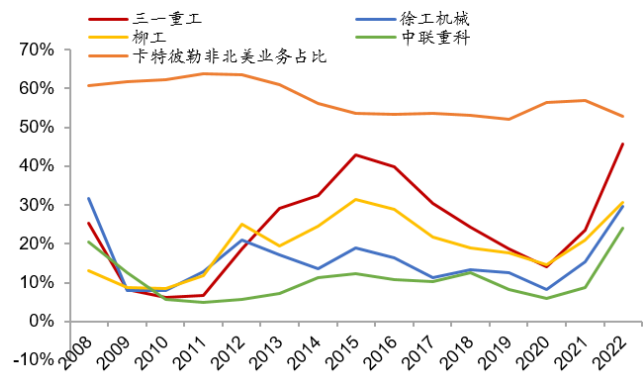


图26.我国工程机械企业历年海外营收(亿元)



数据来源: iFinD、财通证券研究所

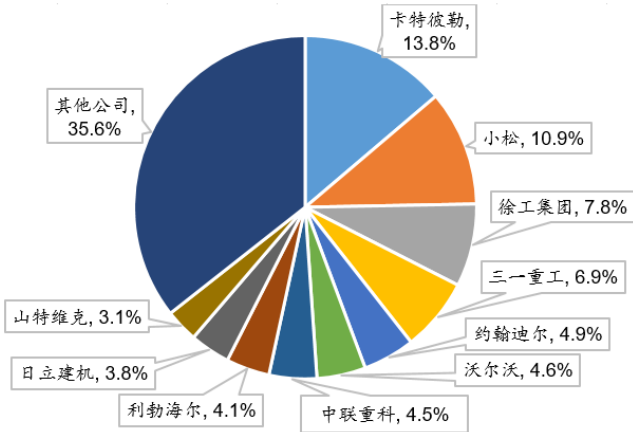
图27.主要企业海外收入占比变化情况



数据来源: Wind、iFinD、财通证券研究所

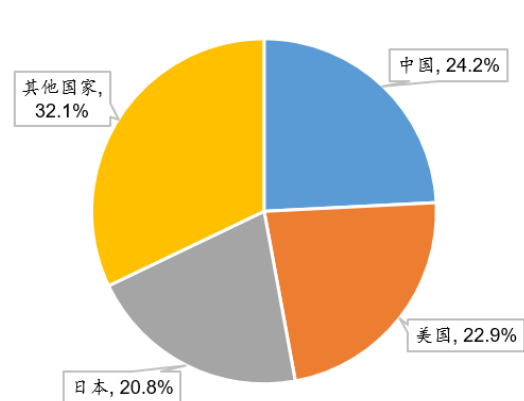
**中国工程机械龙头在全球的市占率逐步提升。**根据英国 KHL 集团发布的 2022 全球工程机械制造商 50 强排行榜,徐工机械、三一重工和中联重科分列 3、4、7 名,三家国内龙头企业在全球的市占率分别为 7.8%/6.9%/4.5%。伴随着中国龙头主机制造商更加积极地拓展海外市场,未来在全球的市场份额有望持续提升。分国家来看,2022 年中国企业占 50 强企业机械设备销售总份额的 24.2%,位居全球第一;美国企业占比为 22.9%,排名第二;日本企业占比为 20.8%,排名第三。中国工程机械企业在全球的地位正逐步提升。

图28.2022年主要工程机械企业全球市占率



数据来源: 英国 KHL 集团《国际建设》杂志、财通证券研究所

图29.2022年主要国家工程机械份额占比



数据来源: 英国 KHL 集团《国际建设》杂志、财通证券研究所

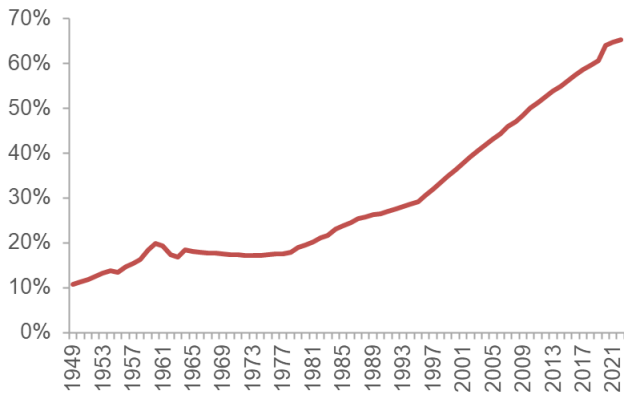
## 2.4 应用场景不断拓展, 机器人趋势愈发明显

**城镇化建设为工程机械提供广阔空间。**从城镇化率来看,2022 年我国城镇化率为 65.22%,相比 2010 年提升了 15.27 个百分点。虽然中国城镇化率近年来不断攀升,但与日本(城镇化率超过 90%)、美国(城镇化率超过 80%)等发达国家相比,中

国城镇化率依然有较大的提升空间。《城市蓝皮书》中显示，预计到2030年我国城镇化率将达到70%，2050年将达到80%左右。城镇化建设的不断推进将带来更多的工程建设需求，工程机械将拥有更广阔的增长空间。

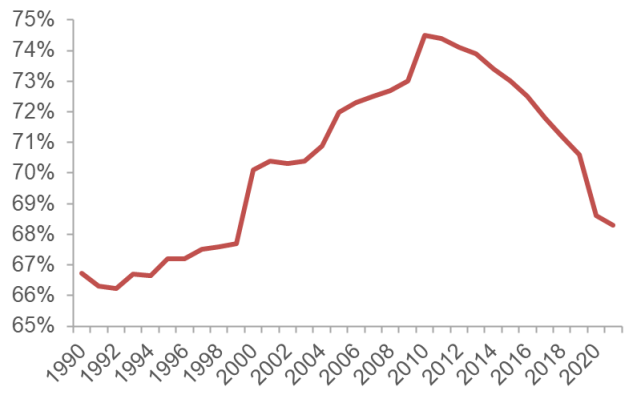
**工程机械对体力劳动者的替代作用逐步凸显。**我国15-64岁人口占总人口的比重从2011年开始逐年下降，2021年该比重已下滑至68.3%，相比2010年的高点降低了6.2个百分点，人口老龄化问题日益严重。劳动适龄人口占比持续降低，工程机械对体力劳动者的替代趋势将愈发明显。

图30.我国城镇化率水平



数据来源：iFinD、财通证券研究所

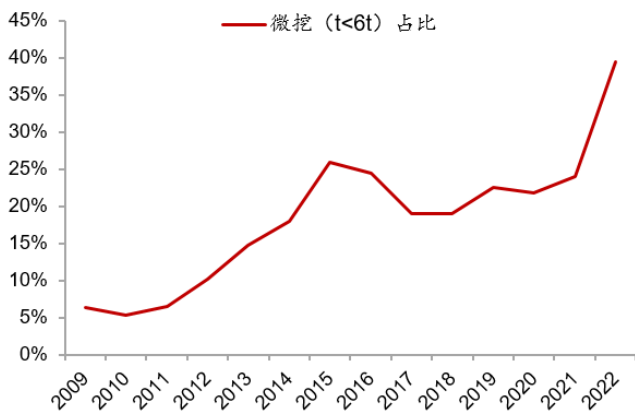
图31.我国15-64岁人口占总人口的比重



数据来源：iFinD、财通证券研究所

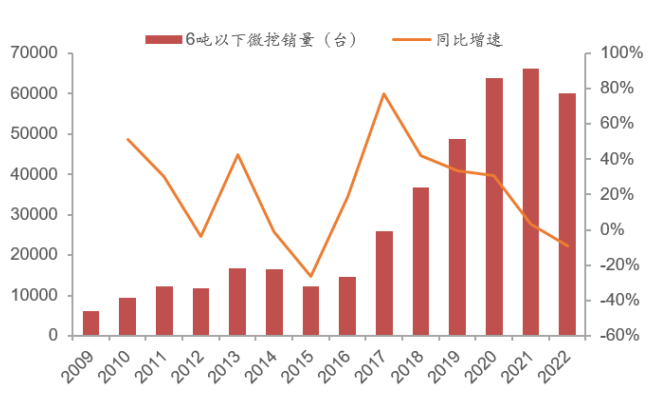
**工程机械的应用领域不断拓展。**伴随着新农村建设进程的加快，农村市场对小挖、微挖等工程机械的需求持续提升，挖掘机逐步向农村市场渗透。微挖体型小巧，可以在比较狭窄的空间作业，被广泛的应用在大棚土地修整、除草挖沟、果园的施肥松土等农业领域和室内装修或道路施工的作业场景。而且微挖价格一般在几万到十几万元不等，更容易使下游用户接受。2009年以来，小微挖占挖机国内市场销量的比例已明显提升。2022年，微挖（6吨以下）占比达到39.53%，占比相较于2021年提升15.44pct。随着新农村建设进程的不断推进，工程机械的应用领域拓展有望带来新的增长空间。

图32.微挖占国内挖机销量的比重



数据来源：Wind、财通证券研究所

图33.6吨以下的微挖销量及同比增速



数据来源：Wind、财通证券研究所

### 3 起重机械、混凝土机械核心产品竞争力持续提升

#### 3.1 起重机械行业逐步筑底，月度销量增速逐步转正

工程起重机是对运输物体等实现空间位置转换的机械。主要包括汽车起重机、履带式起重机、轮胎起重机、全路面起重机、随车起重机等，广泛应用于交通、油田、矿山、港口、钢铁、水电、军工以及各种工程建设等行业。

图34.汽车起重机图示



数据来源：中联重科官网、财通证券研究所

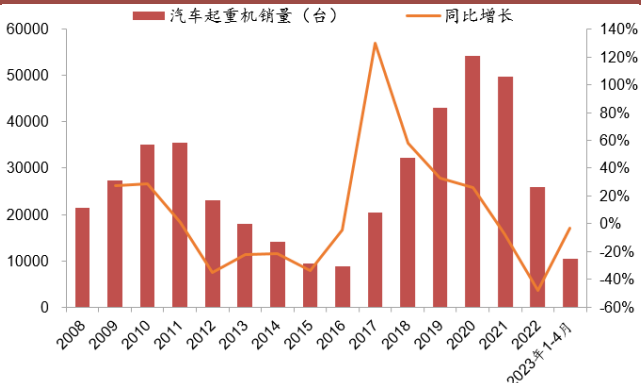
图35.履带起重机图示



数据来源：中联重科官网、财通证券研究所

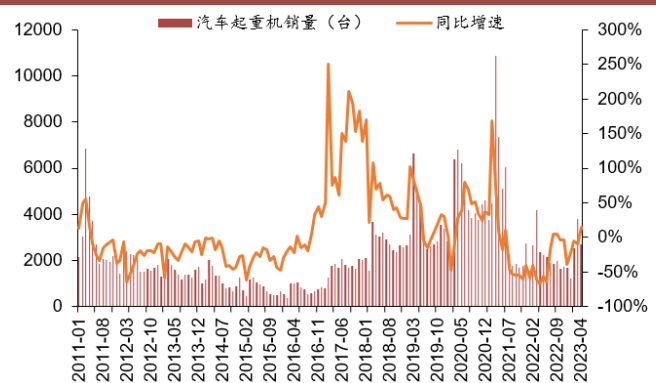
汽车起重机械接近本轮下行周期底部。2022年中国汽车起重机销量为25942台，同比下降47.20%。2023年1-3月份汽车起重机销售分别为1216、2542和3796台，分别同比下降21.55%、4.47%和9.6%，降幅明显收窄；4月汽车起重机销售2716台，同比增长14.9%；在历经近两年的持续下行之后，汽车起重机销量持续正增长可期。

图36.汽车起重机年度销量及同比增速



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图37.汽车起重机月度销量及同比增速

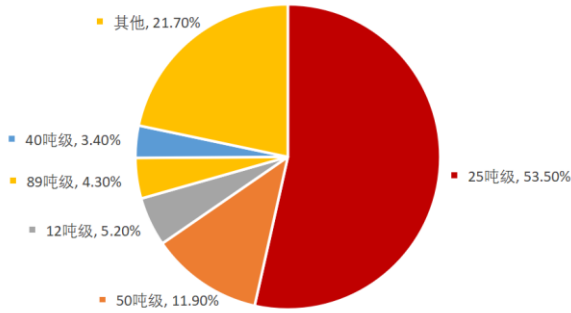


数据来源：iFinD、财通证券研究所

汽车起重机械海外市场需求不断增加，出口销售持续保持高增长。2022年，我国汽车起重机出口5504台，同比增长72.97%。2023年1-3月，我国主要企业汽车

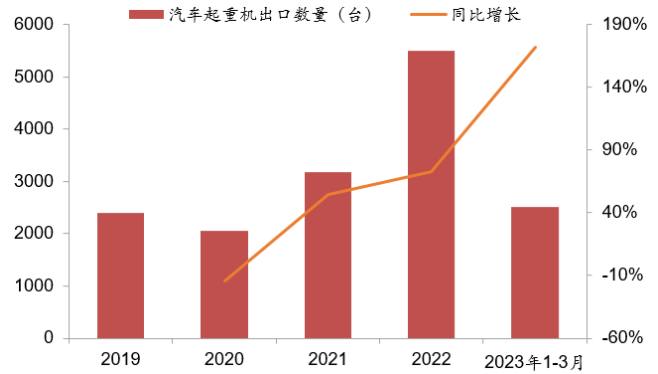
起重机出口 2518 台，同比增长 171.92%。2021 年以来，我国主要企业汽车起重机出口量增长明显，2023 年预计将保持高增长态势。

图38.2021年中国汽车起重机销量结构占比



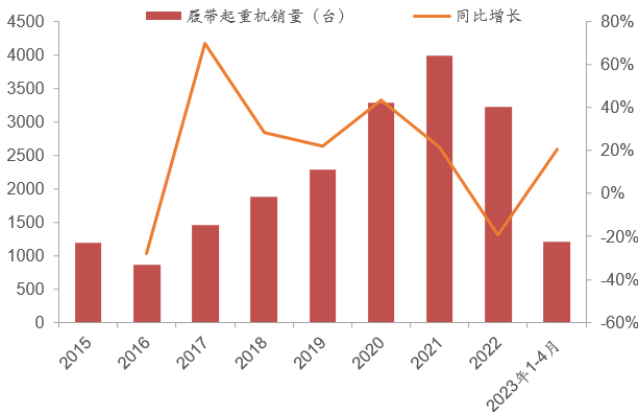
数据来源：智研咨询、财通证券研究所

图39.主要企业汽车起重机出口量



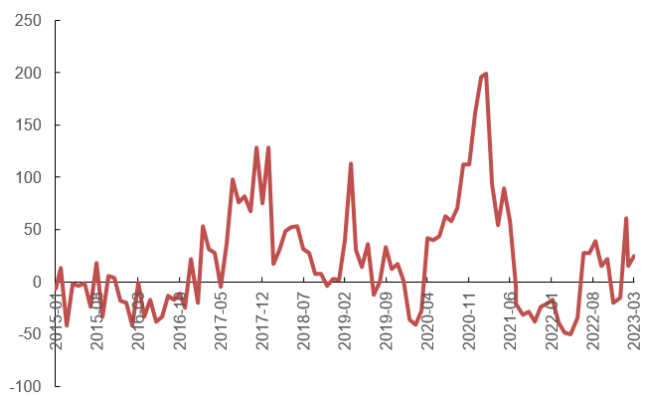
数据来源：Wind、财通证券研究所

图40.履带起重机销量及同比情况



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图41.履带起重机月销同比情况

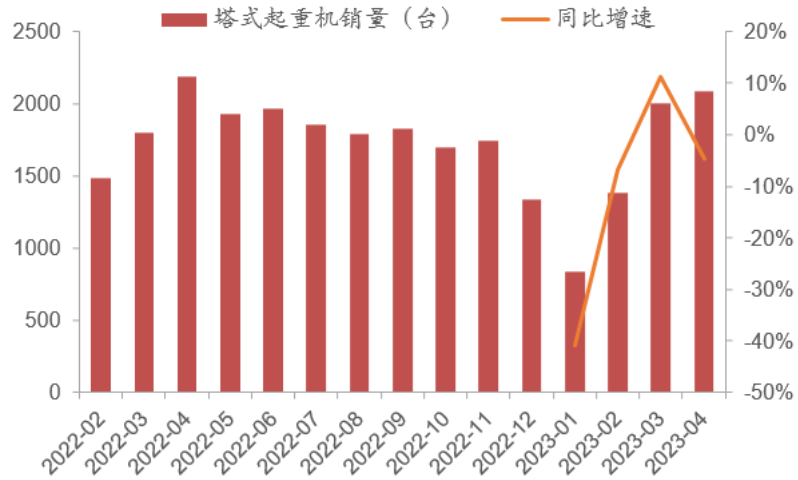


数据来源：iFinD、财通证券研究所

**2023 年一季度履带起重机销量实现正增长。**2022 年，履带起重机销量为 3215 台，同比下降 19.44%。2023 年 1 月履带起重机销量为 175 台，同比下降 15.46%，但从 2 月起，履带起重机销量增速逐步转正，2、3、4 月同比增速分别为 60.5%、15.0%、24.2%。1-4 月，履带起重机共计销售 1213 台，同比增长 20.3%，销量持续改善可期。

**2023 年塔机销售亦迎来边际改善。**2022 年，我国塔式起重机销量为 21045 台；2023 年 1、2 月销量分别为 841 台 1386 台，同比下降 40.90%和 6.67%，降幅逐步收窄；3 月份销量为 2000 台，同比增长 11.36%；4 月份销量为 2087 台，同比下降 4.57%，边际改善态势有望延续。

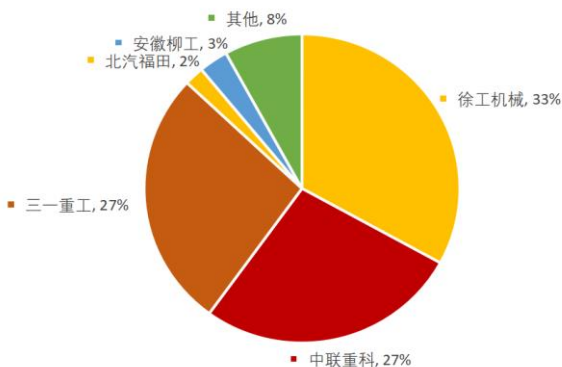
图42.中国塔机销量情况



数据来源：中国工程机械工业协会、财通证券研究所

汽车起重机、履带起重机呈现出“三足鼎立”的竞争格局，塔机市场中联重科一家独大。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。汽车起重机市场壁垒较高，厂商竞争较为激烈。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。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43.中国汽车起重机销售量市场份额占比



数据来源：智研咨询、中国工程机械协会、财通证券研究所

图44.2022年中国塔机制造商10强榜单



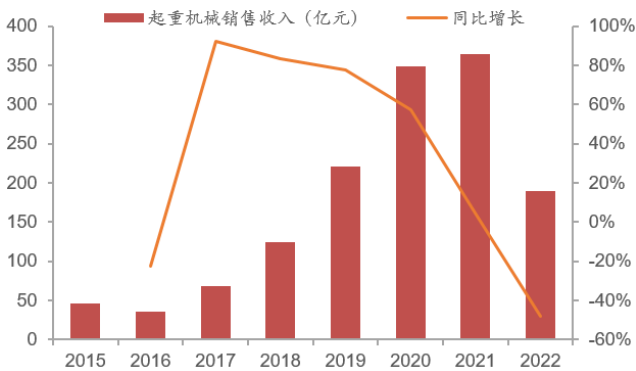
数据来源：中国路面机械网、财通证券研究所



### 3.2 公司工程起重机行业领先，建筑起重机全球第一

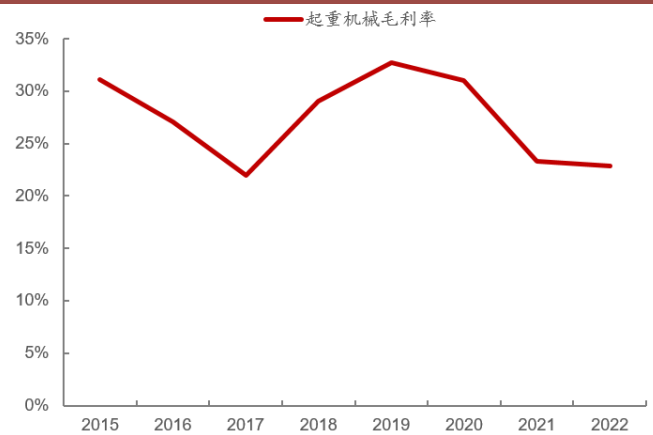
**2022 年公司起重机械销售承压。**2022 年公司起重机械销售收入为 189.79 亿元，同比下降 47.99%；起重机械毛利率为 22.91%，同比下降 0.38pct。2022 年工程机械行业下游需求依然较为疲软，公司起重机械下滑幅度较大。2023 年以来，汽车起重机、履带起重机、塔机月度销售增速逐步转正，公司起重机械业务收入增速恢复增长可期。

图45.公司起重机械销售收入及同比情况



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图46.2015-2022 年公司起重机械毛利率情况



数据来源：iFinD、财通证券研究所

**公司工程起重机械市场份额保持行业领先。**公司 200 吨及以上全地面起重机销量位居行业第一，全球最大吨位全地面起重机 2400 吨实现批量交付。建筑起重机械销售规模稳居全球第一。公司是国内最早兼具汽车起重机上车、底盘综合开发制造能力的高端装备制造制造商，在汽车起重机领域已形成 12t-220t 的产品型谱。在 2023 年中联重科“科技献礼新时代”系列活动和第三届长沙国际工程机械展览会期间，中联重科系列高精尖产品和强大的科技实力赢得了海内外客户高度认可，签约订单超 80 亿元，其中起重机械和混凝土机械共计揽获订单 32.7 亿元，彰显出其强势的行业领先地位。

**公司建筑起重机销售规模稳居全球第一。**2018 年公司收购全球塔机领先制造商德国威尔伯特 100% 股权，公司以高起点踏入欧洲高端塔机市场，实现全球塔机业务全系列产品的覆盖。为进一步深入欧洲高端塔机市场，2019 年建立了中联重科 CIFA 欧洲平台以开展欧盟地区的塔机业务。中联重科与斯洛文尼亚当地最大的塔机租赁商达成合作，塔机产品正式进入当地市场。2019 年，中联重科塔机收入突破 100 亿元，成为全球首家塔机年销售超过百亿的企业。目前公司建筑起重机械销售规模稳居全球第一，推出极致 R 代塔机，实现“全域安全、30 年寿命、远程管理”三大核心技术突破，确立世界塔机技术标杆。

公司塔机型谱齐全，动臂塔机性能稳定。公司已经研发出从 125tm 至 3350tm 系列型谱动臂塔式起重机。动臂塔式起重机性能稳定、安全性高，广泛应用于国内重点工程及超高层建筑项目，如郑州绿地中心、厦门国际中心、上海虹桥机场、兰州红楼等，并深入新加坡、韩国、马来西亚等国际市场。近年来，性能优、适用广、易维保、更智能的公司 4.0 系列动臂塔式起重机产品，如 L125-8/10、L500A-32/50 等陆续面世，得到了市场的广泛认可。

### 3.3 混凝土机械市场需求有望迎来边际改善

混凝土机械是利用机器取代人工生产混凝土的机械设备。产品主要包括混凝土泵车、车载泵、拖泵、布料机、搅拌站（楼）、搅拌车、干混砂浆成套设备，机制砂成套设备、湿喷机及隧道成套设备等。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。

图47.混凝土泵车图示



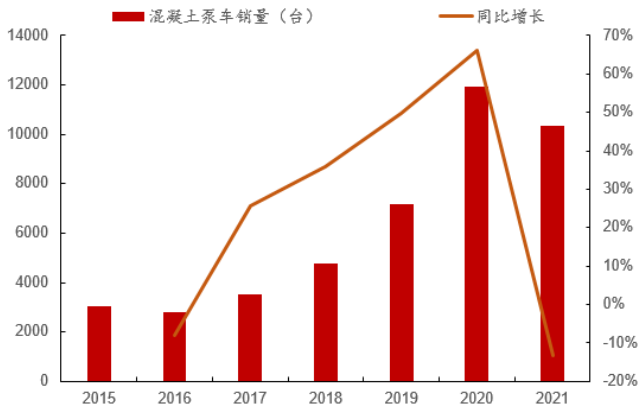
数据来源：中联重科官网、财通证券研究所

图48.混凝土搅拌车图示

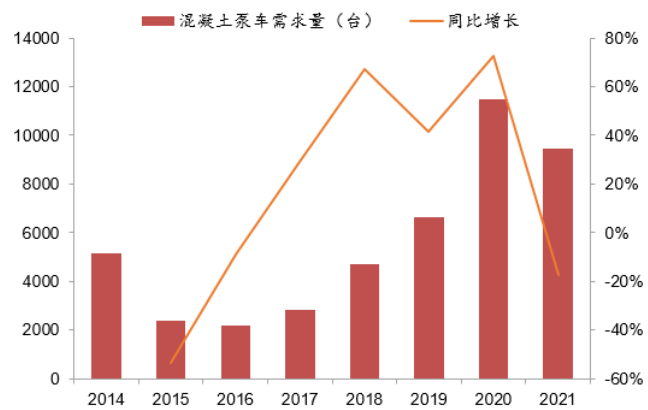


数据来源：中联重科官网、财通证券研究所

混凝土泵车销量 2022 年受下游需求减弱影响出现下滑。2016-2020 年中国混凝土泵车销量呈现上涨态势，销售量从 2811 台上涨至 11917 台，2021 年中国混凝土泵车销量销量为 10351 台，同比下降 13.14%，但仍维持在高位。泵车需求量从 2015 年的 2379 台上升至 2020 年的 9455 台。2021 年初以来，受地产新开工面积持续下滑影响，泵车销售出现较大幅度下滑；2023 年在低基数背景下，泵车销售情况有望逐步企稳。伴随着地产支持政策的不断落地及基建投资的逆周期调节作用持续发力，泵车销售有望逐步迎来边际改善。

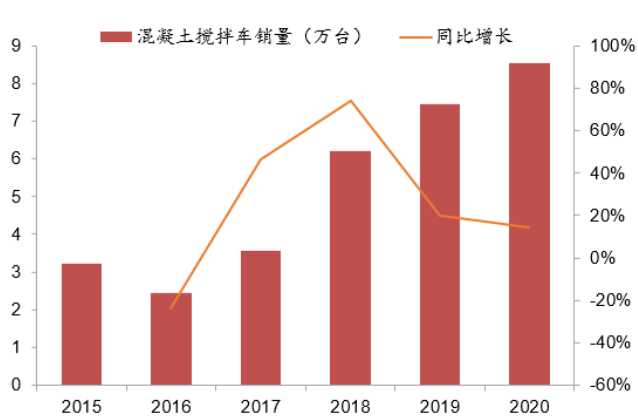
**图49.中国混凝土泵车销售量**


数据来源：华经产业研究院、中国工程机械工业协会、财通证券研究所

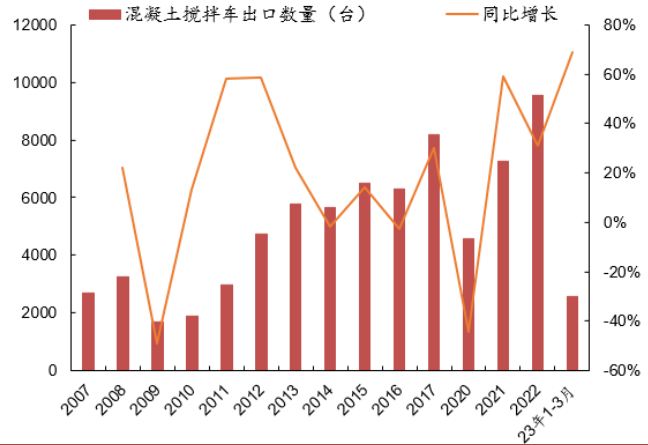
**图50.中国混凝土泵车需求量**


数据来源：华经产业研究院、中国工程机械工业协会、财通证券研究所

**混凝土搅拌车销量承压，出口市场保持较快增长。**混凝土搅拌车销量在2011年达到销售峰值后，经历了2012-2016年长达五年的下滑。2017年销量出现反转，混凝土搅拌车销量从2016年的24400台上升至2020年的85400台，上升趋势明显。2020年以来，我国混凝土搅拌车的出口销售快速增长，2020-2022年复合增长率达27.83%。2022年搅拌车出口销量9544台，同比增长31.19%。2023年1-3月出口销量为2568台，同比增长69%。

**图51.混凝土搅拌车销量情况**


数据来源：观研天下、财通证券研究所

**图52.混凝土搅拌车出口情况**


数据来源：iFinD、财通证券研究所

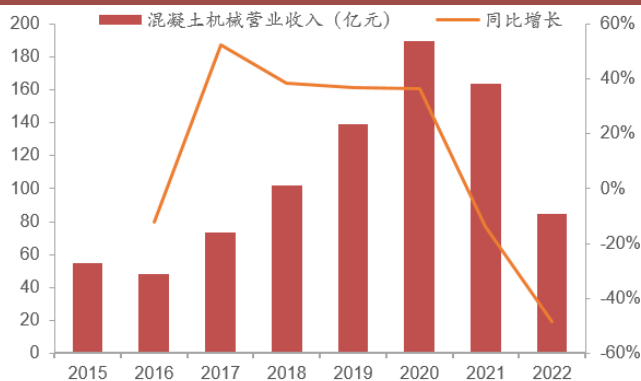
**混凝土泵车市场三一、中联市场份额领先，搅拌车市场竞争较为充分。**三一、中联两家企业混凝土泵车合计市占率高达80%左右；三一、中联、徐工施维英（徐工集团与德国施维英的合资公司）三家企业合计市占率达90%左右。混凝土泵车市场集中度未来或将进一步提升。2022年，中联重科混凝土机械长臂架泵车、车载泵市占率为行业第一。搅拌车市场前十家企业合计市占率达到70%以上，虽然CR10比较高，但是各家竞争依然较为激烈。2020年，伴随着搅拌车治超力度的

加大，轻量化产品更受市场欢迎，搅拌车市场集中度有所提升，三一重工、中联重科市占率提升较快，分别位居行业第一、第二位。

### 3.4 公司混凝土机械龙头地位稳固

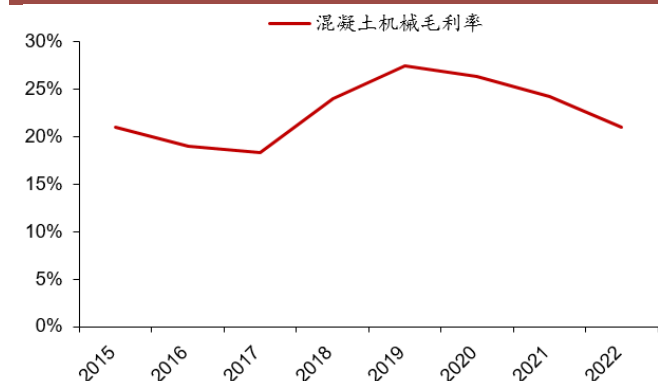
2022 年公司混凝土机械销售受下游行业影响有所下滑。2022 年公司混凝土机械业务收入为 84.60 亿元，同比下降 48.35%。2022 年公司混凝土机械毛利率为 21.03%，同比下降 3.2pct。受地产下行导致下游需求低迷影响，2022 年公司混凝土机械业绩承压。2023 年一季度，公司收入实现正增长，混凝土机械业务全年恢复正增长可期。公司混凝土机械长臂架泵车、车载泵、搅拌站市场份额仍稳居行业第一，搅拌车市场份额提升至行业第二。

图53.公司历年混凝土机械营业收入及同比增速



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图54.混凝土搅拌车出口情况



数据来源：iFinD、财通证券研究所

**打造“世界记录”级别高质量混凝土泵车产品。**作为混凝土机械龙头制造企业、国家混凝土机械工程技术研究中心依托企业、混凝土机械国家工业产品生态设计试点企业，公司率先突破行业技术，并打破了中国及全球多项纪录：2012 年推出的全球最长 101 米碳纤维臂架泵车，获得了吉尼斯世界纪录认证并保持至今，摘得 2017 年首届“湖南省产品创新奖”。

**电动搅拌车系列引领“双碳”新未来。**公司推出充换电一体式、充电式、混合动力三大类搅拌车，打造低能耗、强劲动力、驾乘舒适、使用便捷的产品。充换电一体式搅拌车每台换电过程不到 5 分钟，运行效率大幅提升；充电式搅拌车具备续航长、安全可靠性能高等显著优势，续航里程可达 150-200 公里，充电 1 小时即可充满 80% 以上；混合动力搅拌车应用多项行业首创技术打造，实行油电双驱，可以上绿牌直接上路行驶。

**在轻量化材料研究和应用方面代表行业最高水平。**新国标 GB/T 26408-2020《混凝土搅拌运输车》对于混凝土搅拌运输车的最大允许总质量、搅动容量、几何容量进行了明确规定。在轻量化材料研究和应用方面，公司突破了高强钢结构设计制造难题，在产品上使用更加结实、质量更轻的高强钢等新材料。“凌云 C”系列 5

桥 72 米泵车采用行业独有的钢基复材臂架，既有钢材的特性又兼具抗拉、抗腐蚀的非金属材料特点，代表着目前行业轻量化的最高水平。

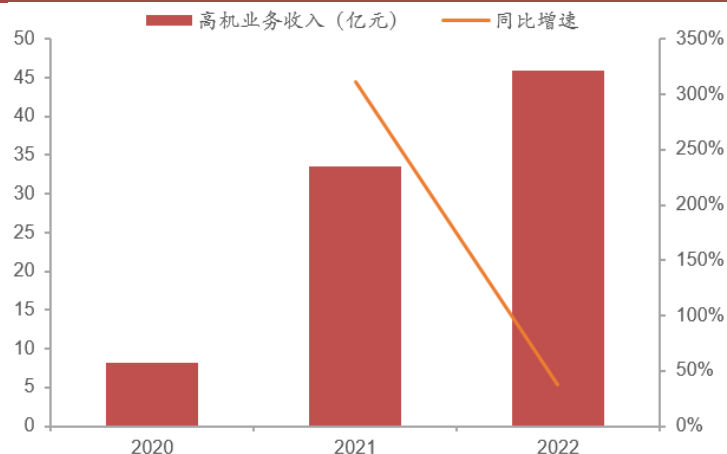
## 4 新兴业务及海外出口成为公司业绩增长新引擎

### 4.1 高空作业平台业务发展迅速，拟分拆上市打开拓展空间

公司自 2018 年开始布局高空作业平台业务，现已成为行业龙头之一。2018 年 5 月，公司首批高空作业平台产品上市销售，同年 10 月发布三大类别共 8 个型号的高端智能产品，全面发力新蓝海。此后公司高空作业平台业务发展迅猛，2019 年即迈入国内高空作业平台领域的第一梯队，并一直保持在行业前列。2021 年，公司实现高空作业机械销售额 33.51 亿元，同比大幅增长 310.76%，市场份额稳居行业前三；2022 年，公司实现高空作业机械销售额 45.96 亿元，同比增长 37.15%，国内销量行业领先。

**产品型谱不断完善，新品类产品研发进程加快。**公司高空作业机械已实现产品型谱 4-68 米的全覆盖，拥有剪叉、曲臂、直臂、蜘蛛车等 80 余款产品，成为国内型号最全的高空设备厂商之一。2022 年，公司在加快常规机型的产品升级换代的同时，加速全新品类产品开发：常规机型方面，公司推出 ZT88JE 锂电直臂式产品，具有低噪音、无排放和经济高效等显著优势，越野性能与柴动机型相当；新品类产品方面，公司研制的 ZX27AE 是全球首款纯电驱动行走的 27 米蜘蛛式高空作业平台，能效、作业性能等各方面达到国际领先水平。此外，公司车载式高空作业平台已实现小批量产，伸缩臂叉装车、高空作业机器人等新产品研制下线，产品型谱不断完善。

图 55. 公司高机业务收入及同比增速



数据来源：iFinD、公司公告、财通证券研究所



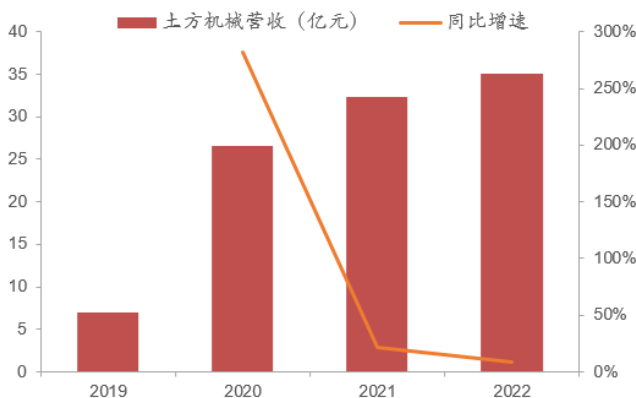
**海外渠道布局拓展持续推进。**据公司年报显示，2021年公司高机销售至海外五大洲58个国家和地区，2022年覆盖范围已扩大到80余个国家和地区，并在加拿大、墨西哥、巴西、波兰等国实现中国品牌市占率第一，海外布局拓展速度迅猛。公司高机产品在海外市场的客户口碑不断提升：ZT88JE（ZT28JE-V）已投入瑞士、荷兰、波兰等国家的城市施工建设，ZT186J（ZT58J-V）在2022年已参建波兰最大的天然气炼化厂施工项目，备受欧洲用户好评；2023年美国拉展上，中联高机展出了七款明星产品，广受客户好评。随着中国工程机械产品在海外市场认可度的提高和公司海外拓展进程不断推进，公司高机业务有望在海外市场实现新突破。

**公司高机板块拟分拆上市，有望释放新兴业务板块估值潜力。**2023年2月5日，公司发布拟分拆中联高机重组上市的预案。方案为路畅科技向中联高机的29名股东发行股份购买其持有的中联高机100%股权，发行价为23.89元/股，并向不超过35名特定投资者非公开发行股份募集配套资金。分拆完成后，中联高机将成为路畅科技全资子公司，中联重科仍为路畅科技的控股股东。高机业务是公司近年来着力发展的新兴板块，目前已稳居行业前列，属于公司优质资产。中联高机的分拆上市有望释放新兴业务板块估值潜力，提高公司技术水平与盈利水平，巩固市场地位，实现跨越式发展。

#### 4.2 挖掘机业务快速增长，盈利能力不断提升

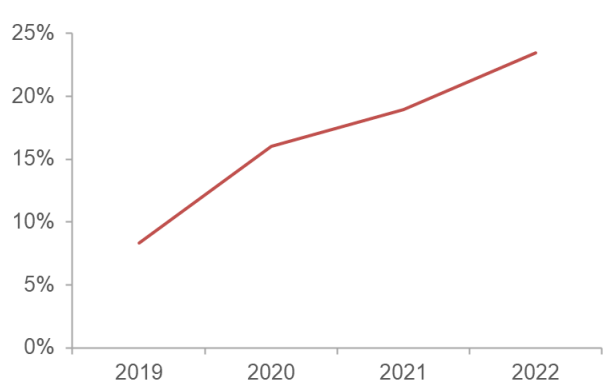
**公司挖掘机业务增长态势良好，盈利能力不断提升。**公司在2019年完成了土方机械全国省级销售服务网点布局，并于2020年迎来市场销量的强势增长，全年销量提升至国产品牌第六名。2022年，公司土方机械业务实现营收35.12亿元，同比增长8.50%，增长态势良好。得益于公司聚焦于盈利能力较好的中大挖产品的策略，公司土方机械业务盈利能力不断提升。2022年，公司土方机械毛利率为23.48%，同比提升4.55pct，经营质量持续向好。

图56.公司土方机械营收及同比增速



数据来源：iFinD、公司公告、财通证券研究所

图57.公司土方机械业务毛利率情况



数据来源：iFinD、公司公告、财通证券研究所

**挖机等新兴板块订单量高增。**在中联重科“科技献礼新时代”系列活动和第三届长沙国际工程机械展览会期间，中联重科系列高精尖产品和强大的科技实力赢得了海内外客户高度认可，签约订单超80亿元，彰显出其强势的行业领先地位。而作为新兴板块的土方机械和高空作业机械，更是展现出强劲的发展势头，斩获订单超12亿元，尤其是中大吨位挖掘机产品以优异的性能优势深受市场欢迎。

**产业布局不断完善，提供持续增长动力。**2019年，长沙中联智慧产业城首开区挖掘机园区开工建设；2020年挖掘机园区中大挖智能装配车间实现产品下线。至此公司土方机械形成“渭南+长沙”双制造基地布局，发展动能不断释放。2022年，长沙挖掘机智能制造示范工厂实现全线投产，包括4条无人化“黑灯”产线，是全球唯一实现全流程挖掘机智能制造的生产基地，能够实现关键工序数据采集率100%、研发周期缩短30%、运营成本降低20%、年产能挖掘机5万台，产业布局进一步完善。公司未来将依托全球领先的“灯塔工厂”，持续推进完善产品型谱及升级开发，全面推动产品关键核心技术升级，力求实现土方业务跨越式增长。

图58.中联智慧产业城首开项目——土方机械园区



数据来源：公司官网、财通证券研究所

图59.中联长沙挖掘机智能制造示范工厂

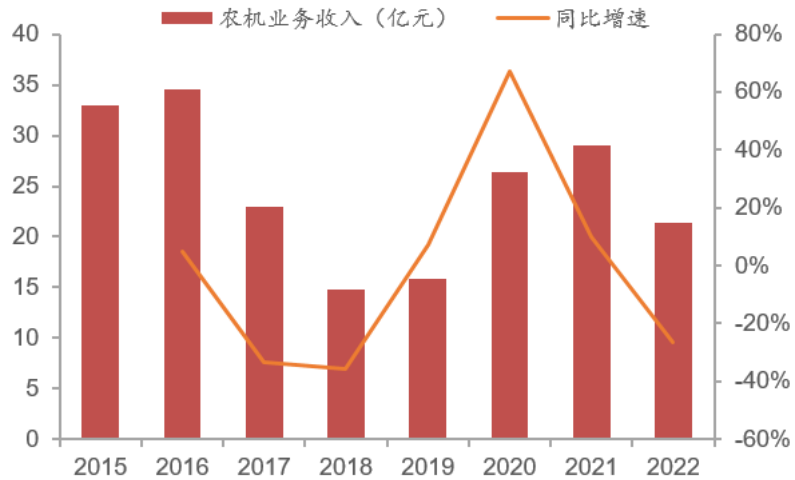


数据来源：河青新闻网、财通证券研究所

### 4.3 农机板块提质升级，干混砂浆业务布局持续完善

公司作为全国产品链最全的农机装备制造企业，市场占有率行业领先。公司农机产品覆盖土地耕整、种植、田间管理、收获、烘干、秸秆综合利用等农业生产全过程，已形成拖拉机、收获机、经济作物机械、烘干机、农机具等10多个产品线、50多个产品平台、750多种产品资源的产品组合，产品齐全度行业领先。2022年，公司农机业务实现营收21.38亿元，同比下降26.43%，小麦机、烘干机、旋耕机、抛秧机国内市场份额继续保持行业前列。

图60.公司农机业务收入及同比增速



数据来源：iFinD、财通证券研究所

公司是国内首家 AI 农业装备制造企业，引领行业智能化发展。在技术领域，公司获得产品技术奖励共 15 项，专利授权近千项，率先以人工智能打造智慧农业，实现农机+农艺+互联网的高度融合创新。2021 年陆续发布新一代 AI 小麦收获机、AI 水稻收获机，首次发布大马力 AI 拖拉机、有序 AI 抛秧机，自主研发并首次发布农机 AI 控制器、收割测产智能终端等产品，引领中国农业机械迈入人工智能时代，突破行业天花板，持续引领行业技术方向。

公司已建立完备的智慧农业技术体系，为农业种植降本增产提供有力支持。公司的智慧农业技术体系可分为 3 个后台和 2 个前端应用：在 3 个后台中，专家系统是以作物生产模型为核心搭建的数据中台，负责作物数据的分析处理；智能农机可以分析、调度中联入网的所有农机；数字化种植指南则可以针对属地土壤、气候，选择适宜品种，实现大田种植最优化。在 2 个前端应用中，农场主应用 APP 用于搭建农户、专家等用户的应用系统，便于数字农业的推广；数字化地面团队是由农艺、数据分析员等组成的田间巡查小组，确保数字农业在属地的执行落地。根据中联农机在试验基地的实验结果，运用智慧农业进行数字化管理可以节约 108 元/亩的化肥、农药成本，同时可以增加 14.3% 的产量，能为农业种植降本增产提供有力支持。

干混砂浆新材料工厂布局不断拓展，材料研发持续提速。公司干混砂浆业务发展态势良好，市场份额稳居国内市场第一梯队。2022 年公司干混砂浆新材料工厂布局不断拓展：2022 年 7 月中联新材湘阴标杆工厂开工建设，项目建成后将成为全国单体最大、自动化程度最高的建筑新材料生产基地；7 月 31 日中联重科新材料吉安工业园一期项目开园投产；8 月 29 日中联新材亳州标杆工厂开工建设；8 月 31 日中联新材马鞍山标杆工厂开工建设。同时材料研发持续提速，研发范围覆盖

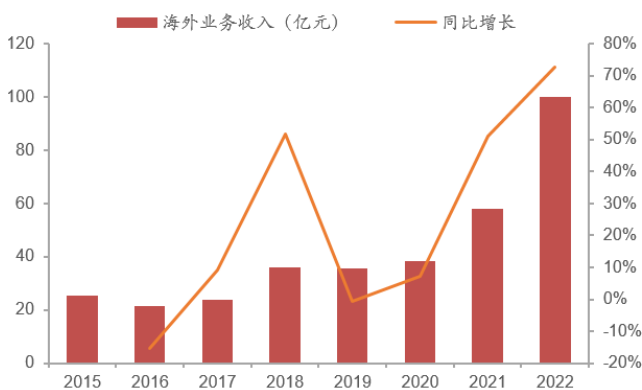
无机非金属材料、高分子材料、有机合成材料三大领域，形成以水泥基高流动性地坪砂浆、机喷型装饰砂浆为核心的系列产品，加速推进产品开发迭代升级，提升市场竞争力。干混砂浆新材料业务有望成为公司未来业绩增长新引擎。

#### 4.4 海外布局逐步完善，“一带一路”沿线出口快速增长

**海外业务收入增长迅速，收入占比提升明显。**2019年以来，公司海外业务收入持续增长，收入增速不断攀升，海外收入占总营收比重提升明显。2022年，公司实现海外业务收入99.92亿元，同比增长72.60%，海外收入占比达到24%，占比相较于2021年提升15.38pct。2023年一季度，公司海外收入同比增长123%，继续保持高增长态势。分国家来看，2022年印尼、印度、阿联酋、沙特、土耳其等重点国家本地化发展战略成效显著，销售业绩同比增长超过100%。在“科技献礼新时代”系列活动现场和第三届长沙国际工程机械展览会期间，中联重科共计斩获海外订单25.4亿元，占订单总金额的三成以上。

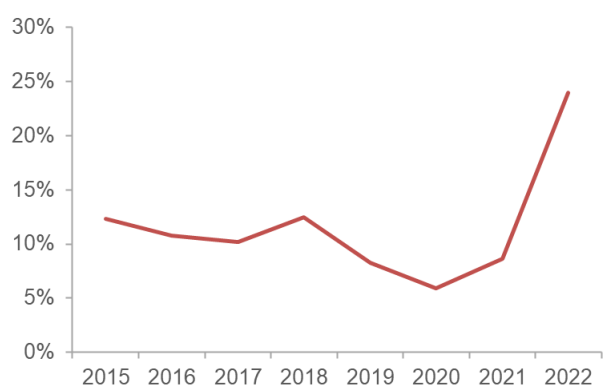
**公司全球布局完善，生产基地不断拓展升级。**公司全球制造、营销、服务网络已覆盖全球100余个国家和地区，在“一带一路”沿线均有市场布局；公司在东亚、东南亚、欧洲等多个地区建立子公司，在意大利、德国、巴西、印度、白俄罗斯投资建有工业园，在土耳其、沙特拟新建工厂，并在全球设立50多个常驻机构。公司持续致力于生产基地的拓展升级：意大利CIFA拓展升级为涵盖混凝土、工起、建起产品的综合型全球化公司；加速与德国威尔伯特公司塔机技术的融合，以威尔伯特为窗口连接全球高端塔机研发技术；加强全球领先的农机具制造商拉贝公司与农业板块的协同。

图61.公司历年海外业务收入及同比增速



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图62.公司历年海外业务收入占比



数据来源：iFinD、财通证券研究所

**纵深推进海外业务管理变革。**公司以航空港为业务支点，以地面部队为业务触手，完善本地化人、财、物、软硬件管理能力，完成30个重点国家本地化业务和运

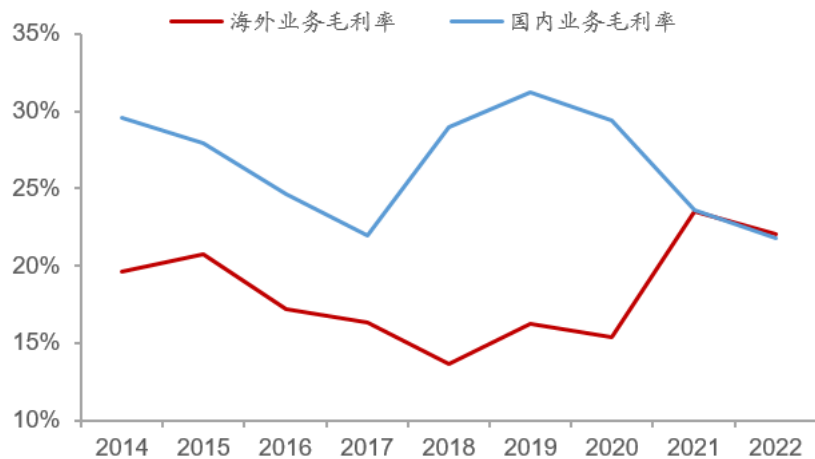


营体系建设，打造专业、务实、高效的本土化人才队伍，海外的 ERP、CRM、物联网等数字化平台相继上线运行，海外业务端到端管理实现可视化，形成中联特色的海外业务端到端、数字化、本地化的业务管理体系，为海外业务的全球布局与全面拓展奠定坚实基础。

公司是“一带一路”战略重点受益的装备制造业企业。公司在哈萨克斯坦、印度巴基斯坦、印度尼西亚、泰国等“一带一路”沿线国家拥有工业园或生产基地，实现了公司从“走出去”到“走进来”本地化运营的海外发展战略落地，为公司带来新的发展机遇。2022年4月，在新华社全球连线聚焦的十个“一带一路”工程中，中联重科深度参建了五个，包括埃及新首都“非洲第一高楼”、“未来城市”科伦坡港口城、阿根廷基塞水电站等，既充分展现了公司推动“一带一路”走深走实的责任和担当，也彰显了中联重科品牌的国际影响力。2022年7月，公司拖拉机、收割机等近千台农机产品启程发往东南亚、中亚以及中东等“一带一路”沿线国家和地区，在“一带一路”沿线国家的市场地位进一步提升。

海外业务毛利率反超国内业务，未来有望带动盈利能力回升。2020年以来，受原材料价格上涨、市场竞争加剧等因素影响，公司整体盈利能力有所降低，但公司海外业务毛利率持续提升。2022年，公司海外业务毛利率22.02%，比2020年提升6.62pct，反超国内业务21.77%的毛利率，对公司盈利能力产生积极影响。公司向海外市场销售的产品通常为高端产品，随着公司海外拓展进程的不断推进，未来有望进一步发挥海外业务规模效应，带动公司整体盈利能力回升。

图63.公司海外业务和国内业务毛利率情况



数据来源：iFinD、财通证券研究所



## 5 给予公司“增持”评级

公司工程机械行业龙头地位稳固，起重机械和混凝土机械核心板块竞争力持续增强；挖机、高空作业平台等新兴板块持续发力，有望成为未来业绩增长新引擎；公司“一带一路”沿线国家布局逐步完善，海外收入有望保持高速增长。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 37.79、49.46、63.58 亿元，对应 PE 分别为 14.19、10.84、8.43 倍。给予公司“增持”评级。

### 假设条件：

- 1、假设在稳增长的政策背景下，基建投资增速预计将维持高位，房地产政策持续放松，带动工程机械行业需求迎来改善；
- 2、假设公司工程起重机、混凝土机械、高空作业平台、土方机械等主营产品市占率稳步提升，公司各项产品销量增速高于行业平均增速；
- 3、假设公司国际化战略持续推进，在全球的布局持续深入，海外出口保持快速增长；
- 4、假设原材料及航运成本持续下降，公司数字化转型成效显著，降本增效持续推进，带动公司经营效率和盈利能力持续提升。

表5.公司业绩拆分

主营业务	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
起重机械	销售收入（百万元）	36493.55	18979.02	20876.92	24008.46	28810.15
	销售收入增速	4.57%	-47.99%	10.00%	15.00%	20.00%
	毛利率	23.29%	22.91%	23.00%	23.50%	23.50%
	毛利润（百万元）	27992.50	14630.92	16075.23	18366.47	22039.76
混凝土机械	销售收入（百万元）	16379.79	8460.18	9306.20	10702.13	12842.56
	销售收入增速	-13.72%	-48.35%	10.00%	15.00%	20.00%
	毛利率	24.23%	21.03%	21.00%	21.50%	22.00%
	毛利润（百万元）	12411.65	6681.01	7351.90	8401.17	10017.20
土方机械	销售收入（百万元）	3236.64	3511.61	7023.23	10534.84	13695.30
	销售收入增速	21.47%	8.50%	100.00%	50.00%	30.00%
	毛利率	18.93%	23.48%	25.00%	26.00%	26.00%
	毛利润（百万元）	2623.78	2687.09	5267.42	7795.78	10134.52
高空机械	销售收入（百万元）	3351.41	4596.32	6664.67	8664.07	10396.88
	销售收入增速	-	37.15%	45.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	20.79%	20.81%	22.00%	23.00%	24.00%
	毛利润（百万元）	2654.65	3639.83	5198.44	6671.33	7901.63
其他机械和产品	销售收入（百万元）	4061.99	3444.27	3375.39	3544.16	3898.57
	销售收入增速	-16.02%	-15.21%	-2.00%	5.00%	10.00%
	毛利率	24.30%	17.25%	19.00%	20.00%	21.00%
	毛利润（百万元）	3074.93	2850.14	2734.06	2835.33	3079.87

农业机械	销售收入(百万元)	2906.61	2138.41	2245.33	2469.86	2840.34
	销售收入增速	9.92%	-26.43%	5.00%	10.00%	15.00%
	毛利率	13.92%	4.43%	8.00%	10.00%	13.00%
	毛利润(百万元)	2502.10	2043.68	2065.70	2222.87	2471.10
金融服务	销售收入(百万元)	700.64	501.68	551.85	607.03	667.73
	销售收入增速	-35.24%	-28.40%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	97.10%	97.94%	97.00%	97.00%	97.00%
	毛利润(百万元)	20.34	10.33	16.56	18.21	20.03
合计	销售收入(百万元)	67130.63	41631.50	50043.58	60530.55	73151.53
	销售收入增速	3.11%	-36.06%	20.21%	20.96%	20.85%
	毛利率	23.61%	21.83%	22.65%	23.49%	23.91%
	毛利润(百万元)	51280.07	32543.19	38709.31	46311.17	55664.11

数据来源: wind, 财通证券研究所

表6.可比公司估值

公司	代码	股价 (元)	EPS(元)				PE(倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
三一重工	600031	15.19	0.51	0.81	1.07	1.33	29.78	18.75	14.20	11.42
徐工机械	000425	5.96	0.36	0.56	0.73	0.92	16.56	10.64	8.16	6.48
柳工	000528	7.32	0.31	0.51	0.76	1.00	23.61	14.35	9.63	7.32
浙江鼎力	603338	48.02	2.48	3.21	3.93	4.70	19.36	14.96	12.22	10.22
均值							<b>22.33</b>	<b>14.68</b>	<b>11.05</b>	<b>8.86</b>

数据来源: wind, 财通证券研究所(股价日期为2023年5月26日, 柳工数据来自wind一致预期)

## 6 风险提示

**基建、房地产投资不及预期风险。**基建、房地产投资是公司所在的工程机械行业的重要下游领域, 如果基建、房地产投资不及预期, 将对公司产品需求产生重要影响。

**市场非理性竞争风险。**工程机械行业内竞争激烈, 主要产品价格战时有发生; 若部分竞争对手存在非理性竞争行为时, 可能会对公司销售和利润造成不利影响。

**海外贸易环境恶化风险。**公司海外业务收入增长较快, 海外业务面临政治风险、贸易摩擦、汇率波动等多方面因素的影响; 若海外贸易环境恶化, 将对公司经营造成不利影响。

**原材料、航运价格大幅上涨风险。**若钢材等原材料价格或航运价格大幅上涨, 将会导致公司生产成本上升, 将对公司盈利能力产生不利影响。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)						财务指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>67130.63</b>	<b>41631.50</b>	<b>50043.58</b>	<b>60530.55</b>	<b>73151.53</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	51280.07	32543.06	38709.31	46311.17	55664.11	营业收入增长率	3.1%	-38.0%	20.2%	21.0%	20.9%
营业税费	374.91	288.98	300.26	302.65	365.76	营业利润增长率	-15.3%	-67.0%	76.7%	31.6%	29.0%
销售费用	3473.12	2635.38	3152.75	3692.36	4462.24	净利润增长率	-13.9%	-63.2%	63.9%	30.9%	28.6%
管理费用	1673.48	1574.12	1851.61	2179.10	2560.30	EBITDA 增长率	-9.2%	-61.2%	70.3%	34.7%	25.6%
研发费用	3864.94	2507.48	2952.57	3450.24	4096.49	EBIT 增长率	-11.6%	-72.7%	109.5%	43.7%	29.0%
财务费用	31.22	-265.24	-147.42	244.30	292.48	NOPLAT 增长率	-9.3%	-69.8%	95.3%	43.7%	29.0%
资产减值损失	-3.76	-588.98	4.81	1.04	1.28	投资资本增长率	14.7%	2.3%	5.1%	7.6%	8.7%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>64.63</b>	<b>-11.21</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	21.7%	-2.3%	4.9%	8.5%	10.1%
投资和汇兑收益	300.45	309.40	250.22	302.65	365.76	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>7231.11</b>	<b>2386.31</b>	<b>4216.04</b>	<b>5546.31</b>	<b>7156.10</b>	毛利率	23.6%	21.8%	22.6%	23.5%	23.9%
加:营业外净收支	92.55	84.35	90.00	90.00	90.00	营业利润率	10.8%	5.7%	8.4%	9.2%	9.8%
<b>利润总额</b>	<b>7323.66</b>	<b>2470.66</b>	<b>4306.04</b>	<b>5636.31</b>	<b>7246.10</b>	净利润率	9.5%	5.7%	7.7%	8.4%	8.9%
减:所得税	937.64	86.02	430.60	563.63	724.61	EBITDA/营业收入	11.5%	7.2%	10.2%	11.3%	11.8%
<b>净利润</b>	<b>6269.77</b>	<b>2306.05</b>	<b>3778.55</b>	<b>4945.86</b>	<b>6358.45</b>	EBIT/营业收入	10.0%	4.4%	7.7%	9.1%	9.7%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	15166.95	15498.55	12604.14	11009.64	10346.32	固定资产周转天数	37	91	103	106	104
交易性金融资产	6407.55	4010.63	5010.63	6010.63	7010.63	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>63</b>	<b>139</b>	<b>137</b>	<b>138</b>	<b>138</b>
应收帐款	26830.10	27915.30	37414.38	41601.62	58768.54	流动资产周转天数	397	645	635	547	558
应收票据	358.59	286.88	686.19	490.79	728.40	应收帐款周转天数	160	237	235	235	247
预付帐款	844.82	2632.39	3131.18	3746.09	4502.64	存货周转天数	99	153	150	140	120
存货	13501.45	14202.65	18053.11	17962.69	19142.72	总资产周转天数	639	1062	952	862	793
其他流动资产	2602.86	2513.97	2513.97	2513.97	2513.97	投资资本周转天数	423	697	610	542	488
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	11.0%	4.2%	6.6%	7.9%	9.3%
长期股权投资	4189.56	4475.78	4665.09	5090.80	5391.22	ROA	5.1%	1.9%	2.7%	3.3%	3.7%
投资性房地产	0.00	161.40	161.40	161.40	161.40	ROIC	7.5%	2.2%	4.1%	5.5%	6.5%
固定资产	6772.54	10418.46	14174.15	17558.07	20749.87	费用率					
在建工程	2523.01	3373.32	2686.66	2093.33	1546.67	销售费用率	5.2%	6.3%	6.3%	6.1%	6.1%
无形资产	5471.89	5325.56	5751.44	6150.36	6376.51	管理费用率	2.5%	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%
其他非流动资产	585.08	581.29	581.29	581.29	581.29	财务费用率	0.0%	-0.6%	-0.3%	0.4%	0.4%
<b>资产总额</b>	<b>122018.16</b>	<b>123553.03</b>	<b>141094.44</b>	<b>148727.48</b>	<b>173390.93</b>	三费/营业收入	7.7%	9.5%	9.7%	10.1%	10.0%
短期债务	3312.87	6200.63	6500.63	6800.63	7100.63	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	14708.78	13074.72	19973.19	19564.78	27958.22	资产负债率	52.2%	53.9%	57.6%	56.4%	58.8%
应付票据	9528.64	8159.04	12880.10	12290.78	17963.57	负债权益比	109.3%	116.9%	136.1%	129.4%	143.0%
其他流动负债	6688.54	6328.63	6328.63	6328.63	6328.63	流动比率	1.47	1.52	1.40	1.43	1.38
长期借款	4902.23	10936.95	11936.95	12936.95	13936.95	速动比率	1.04	1.02	0.94	0.97	1.00
其他非流动负债	3565.58	3117.16	3117.16	3117.16	3117.16	利息保障倍数	7.14	1.95	12.07	16.56	20.44
<b>负债总额</b>	<b>63720.99</b>	<b>66577.80</b>	<b>81328.13</b>	<b>83888.50</b>	<b>102030.46</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	1429.32	2234.12	2331.01	2457.83	2620.86	DPS(元)	0.32	0.32	0.00	0.00	0.00
股本	8677.99	8677.99	8513.90	8513.90	8513.90	分红比率					
留存收益	29958.28	29454.96	33233.51	38179.37	44537.83	股息收益率	4.5%	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>58297.17</b>	<b>56975.22</b>	<b>59766.31</b>	<b>64838.99</b>	<b>71360.48</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	0.76	0.27	0.44	0.57	0.73
净利润	6269.77	2306.05	3778.55	4945.86	6358.45	BVPS(元)	6.55	6.31	6.62	7.19	7.92
加:折旧和摊销	1005.76	1161.37	1261.82	1355.66	1518.91	PE(X)	9.4	20.1	14.2	10.8	8.4
资产减值准备	749.14	1034.94	0.19	3.96	3.72	PB(X)	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8
公允价值变动损失	-64.63	11.21	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	981.48	936.62	317.53	332.53	347.53	P/S	0.9	1.1	1.1	0.9	0.7
投资收益	-481.25	-309.40	-250.22	-302.65	-365.76	EV/EBITDA	8.6	18.1	12.7	9.9	8.1
少数股东损益	116.26	78.59	96.89	126.82	163.04	CAGR(%)					
营运资金的变动	-6007.53	-2496.62	-1945.65	-3040.58	-3842.81	PEG	—	—	0.2	0.4	0.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>2624.73</b>	<b>2424.63</b>	<b>3178.25</b>	<b>3342.65</b>	<b>4106.44</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1834.02</b>	<b>567.37</b>	<b>-5970.77</b>	<b>-5904.62</b>	<b>-5722.23</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>2420.62</b>	<b>-2494.47</b>	<b>-101.88</b>	<b>967.47</b>	<b>952.47</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

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

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。