

三一重工 Sany Heavy Industry (600031 CH)

首次覆盖：价值兼具成长，工程机械龙头出海再起航

With Both Value and Growth, the Leader of Construction Machinery Sets Sail Again: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate With OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb15.05
目标价	Rmb21.13
HTI ESG	1.9-2.6-2.5
MSCI ESG 评级	B
义利评级	A-
来源: MSCI ESG Research LLC, 盟浪. Reproduced by permission; no further distribution	
市值	Rmb127.72bn / US\$18.04bn
日交易额 (3个月均值)	US\$147.93mn
发行股票数目	8,487mn
自由流通股 (%)	64%
1年股价最高最低值	Rmb19.84-Rmb13.50
注: 现价 Rmb15.05 为 2023 年 5 月 30 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-8.7%	-19.6%	-9.0%
绝对值 (美元)	-10.7%	-21.2%	-13.7%
相对 MSCI China	-1.7%	-8.3%	2.1%

(Rmb mn)	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E
营业收入	80,822	84,371	96,323	104,670
(+/-)	-24%	4%	14%	9%
净利润	4,273	6,762	9,465	11,268
(+/-)	-64%	58%	40%	19%
全面摊薄 EPS (Rmb)	0.50	0.80	1.12	1.33
毛利率	24.0%	25.6%	26.7%	27.7%
净资产收益率	6.6%	9.4%	11.7%	12.2%
市盈率	30	19	13	11

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

成长兼具价值，长期来看公司回报率突出。公司 2022 年营业收入为 808.22 亿元，相比 2003 年增长 37.71 倍，CAGR 为 21.22%；归母净利润为 42.73 亿元，相比 2003 年增长 12.16 倍，CAGR 为 14.53%。在公司的发展过程中，表现出了兼具成长和价值的属性，属于不可多得的核心资产。

参考海外市场，国内工程机械仍有提升空间。受国标切换，基建投资实际偏弱影响，国内工程机械行业进入一定的调整期。但长期来看，受益于人工替代和工具替代等因素影响及国家政策的推动，参考日本市场，我国挖掘机保有量有望持续提升。

海外布局完善，海外收入有望持续增长。全球工程机械市场规模超 2300 亿美元，海外市场空间广阔。三一重工在印度、印尼、美国、欧洲等主要市场均有所布局，在全球拥有近 200 家销售分公司、2000 多个服务中心、近万名技术服务工程师。2022 年三一重工海外营收 365.71 亿元，2016-2022 年 CAGR 为 25.67%。公司海外布局完善，收入有望进入快速增长期。

数字化智能化持续推进，降本增效效果显著。数字化、智能化发展有益于生产效率提升，成为大势所趋。同时，工程机械操作难度较高，借助人工智能、机器人技术，工程机械企业能够全面提高工厂自动化水平，并促进管理系统、生产线与产品的智能化升级。另外，数字化、智能化可以帮助企业压缩人员、生产、物流成本，提高生产效率，平滑行业周期。公司推行“销售一代、储备一代、研发一代”的三代研发政策，全面推进智能化、电动化，并取得积极成果。

盈利预测：我们认为，公司海外布局完善，逐步进入收获期，另外，行业历经新一轮价格战后，格局可能再次触底向好，公司市场份额的向上可能平抑短周期波动的影响。后续随着国内行业呈现回暖势头以及海外市场需求扩大，公司业绩有望持续修复，进一步在全球市场上彰显竞争力。我们选取徐工机械、中联重科、柳工和恒立液压作为公司可比公司，可比公司 2023 年 PB 平均值为 2.00 倍。参考可比公司，我们给予公司 2023 年 2.5 倍 PB 估值，合理价值为 21.13 元/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：业绩不达盈利预测的风险、政策风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、电动化数字化发展不及预期的风险。

赵靖博 Jingbo Zhao
jb.zhao@htisec.com

Qiwen Liu
qw.liu@htisec.com

目 录

1.竞争优势维度不断延伸，公司 α 出众	7
1.1 筚路蓝缕三十年，民营工程机械领头羊的崛起之路	7
1.2 价值兼具成长，公司长期业绩表现优异	9
2.制造到“制造+服务”，服务巩固公司核心竞争力	10
2.1 服务竞争时代，公司优质服务铸就“业界标杆”	10
2.2 卓越的经销商管理体系打造优秀的市场“触手”	12
3.核心产品市占率不断提升，盈利能力持续增强	14
3.1 挖掘机：公司市占率持续提升，行业中长期景气度不悲观	14
3.1.1 国标切换内销短期承压，长期景气度不悲观	14
3.1.2 公司市场份额持续提升，出口销量快速增长	17
3.2 混凝土机械：行业龙头地位较稳固，数字化、智能化降本增效	19
3.2.1 大型设备市场集中度高，出口连续两年高增	19
3.2.2 市占率位居行业第一位，毛利率有望边际改善	20
3.3 起重机：下游景气度持续回升，起重机市场竞争格局稳定	21
3.3.1 汽车起重机占比超 50%，下游需求缓慢回升	21
3.3.2 公司毛利率下行压力大，市场份额继续提升	22
4.出口布局全球，海外有望迈上新台阶	23
4.1 海外空间广阔，近三倍于国内空间	23
4.2 拥抱智能化、数字化，三一 2.0 迈入新时代	26
5.盈利预测和估值模型	28
5.2 估值：合理价值为 21.13 元/股	29
6.风险提示	30
6.1 业绩不达盈利预测的风险	30
6.2 政策风险	31
6.3 市场竞争加剧风险	31
6.4 原材料价格波动风险	31
6.5 电动化、数字化发展不及预期风险	31
财务报表分析和预测	32

图目录

图 1	公司历史沿革.....	7
图 2	公司股权结构（截至 2022 年 12 月 31 日）.....	8
图 3	公司主要产品谱系.....	8
图 4	公司营业收入及其增速.....	9
图 5	公司归母净利润及其增速.....	9
图 6	公司毛利率、净利率.....	9
图 7	公司各项费用率.....	9
图 8	公司净资产收益率.....	10
图 9	公司分红及股利支付率.....	10
图 10	公司累计融资结构（截至 2022 年底）.....	10
图 11	公司 S520 服务战略.....	11
图 12	公司服务 2.0 价值承诺.....	11
图 13	卡特彼勒和三一重工金融服务业务营业收入.....	12
图 14	公司全国工程机械经销商网络布局.....	14
图 15	挖掘机行业销量年度及增速.....	15
图 16	2016-2022 年挖掘机行业月度销量增速.....	15
图 17	挖掘机行业出口销量及增速.....	15
图 18	挖掘机行业出口销量占比.....	15
图 19	非道路移动机械国标切换梳理.....	16
图 20	中日城镇化率.....	16
图 21	中日人均 GDP.....	16
图 22	日本挖掘机保有量结构.....	17
图 23	中国小型挖掘机密度和建筑业劳动力成本.....	17
图 24	中日挖掘机/装载机销量比例.....	17
图 25	中国和日本小松挖掘机月均开工小时数（小时）.....	17
图 26	各派系挖掘机销量市占率.....	18
图 27	主要企业挖掘机销量市占率.....	18

图 28	公司挖掘机销量及市占率	18
图 29	公司挖掘机销售收入及同比增速	18
图 30	公司挖掘机械销售毛利率	19
图 31	公司挖掘机出口销量及同比增速	19
图 32	2021 年混凝土搅拌车市场竞争格局	19
图 33	2022H1 混凝土泵车市场竞争格局	19
图 34	混凝土泵车、搅拌车销量及同比增速	20
图 35	混凝土泵车、搅拌车出口销量及同比增速	20
图 36	公司混凝土机械销售收入及同比增速	20
图 37	公司混凝土机械毛利率	20
图 38	工程起重机 2022 年月度销量及同比增速	21
图 39	庞源租赁装配式建筑产值占比 (%)	21
图 40	起重机主要产品 2022 年月度出口销量增速	21
图 41	2020 年汽车起重机市场格局	22
图 42	履带起重机主要厂商市占率	22
图 43	公司起重机械销售收入及同比增速	22
图 44	公司起重机械毛利率	22
图 45	全球工程机械市场规模	23
图 46	全球挖掘机与中国挖掘机市场销售额	23
图 47	卡特彼勒发展历史	23
图 48	卡特彼勒各地区营业收入占比	24
图 49	卡特彼勒全球网点布局	24
图 50	公司国际化布局	24
图 51	公司海外业务营业收入及增速	25
图 52	公司海外业务营业收入占比	25
图 53	公司海外业务各品类占比	25
图 54	公司海外业务各区域占比	25
图 55	公司分业务区域毛利率	26
图 56	2012-2021 中国劳动力人口与人力成本	26
图 57	三一 5G 远程无人操作智能挖掘机产品	26

图 58	公司信息化布局情况.....	27
图 59	公司研发投入.....	27
图 60	公司专利数量.....	27
图 61	公司智能服务体系示意图.....	28

表目录

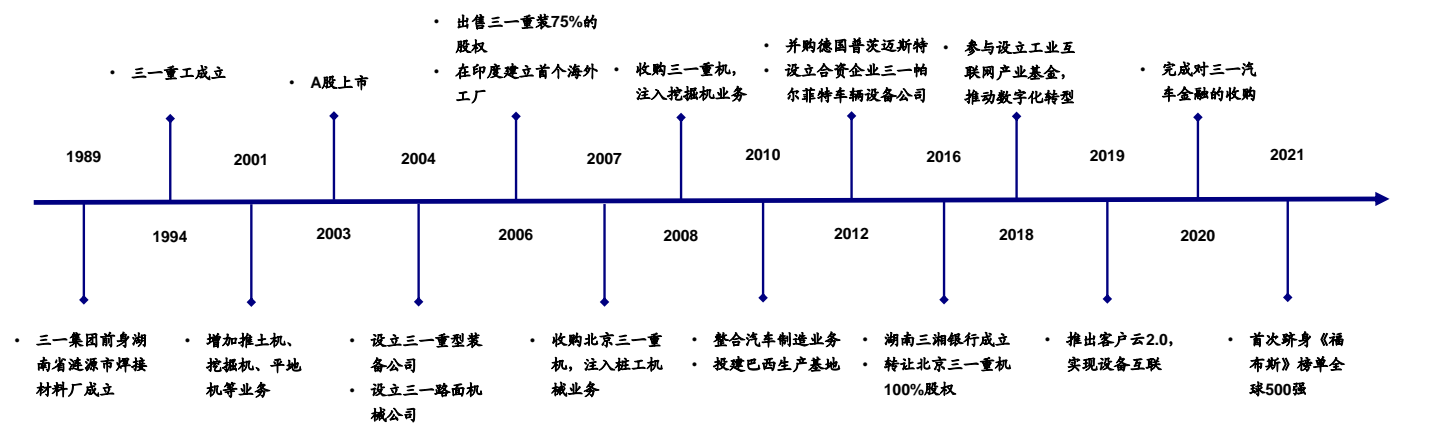
表 1	公司主要省份经销商参股情况.....	13
表 2	公司分业务预测表.....	29
表 3	可比公司 PB 估值	30
表 4	三一重工收入增速预测敏感性分析	30
表 5	三一重工归母净利润增速预测敏感性分析	31

1. 竞争优势维度不断延伸，公司 α 出众

1.1 筚路蓝缕三十年，民营工程机械领头羊的崛起之路

三一重工创办于1994年，其前身为涟源市焊接材料工厂，随后开始涉足混凝土输送泵等工程机械建筑产品领域。1999年，三一重工开始涉足挖掘机领域，2015年公司入选国家智能制造首批试点示范项目，为工程机械行业唯一入选企业。2018年，国内首款互联网商用车三一重卡开始放量，年内累计销售6000余台。2021年，公司入选福布斯全球企业榜单第468位，首次跻身《福布斯》榜单全球企业500强。

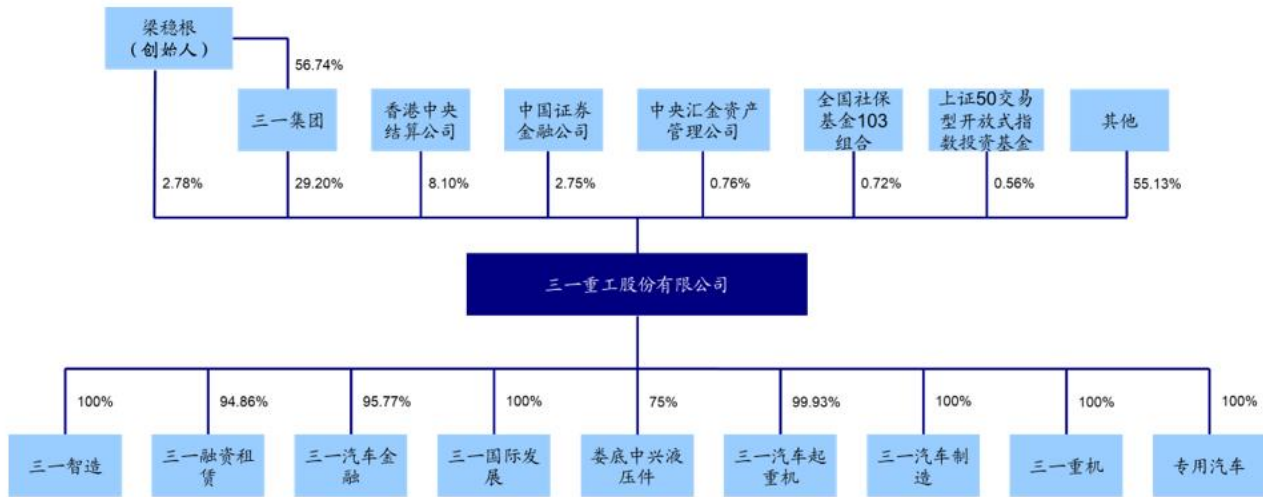
图1 公司历史沿革



资料来源：公司官网、公司招股说明书、公司《关于三一汽车金融有限公司股权收购进展暨完成的公告》、公司2009年年度报告、商派公众号、Wind、HTI

创始人梁稳根合计持股 19.35%，股权激励提升管理层工作积极性。根据公司2022年年度报告，截至2022年12月31日，三一集团持股29.2%为公司第一大股东；创始人梁稳根直接持股2.78%，通过三一集团间接持股16.57%，合计持股比例为19.35%。公司2020-2022年连续三年通过员工持股计划对公司中高层管理人员和核心技术人员实现股权激励，充分调动管理层工作积极性和创造性。

图2 公司股权结构 (截至 2022 年 12 月 31 日)



资料来源: 公司 2022 年年度报告、Wind, HTI

公司产品图谱不断完善。公司主要产品包括土方机械、混凝土机械、起重机械、路面机械、桩工机械等维度的系列产品, 产品矩阵丰富, 可适应不同应用场景的定制化需求。

图3 公司主要产品谱系

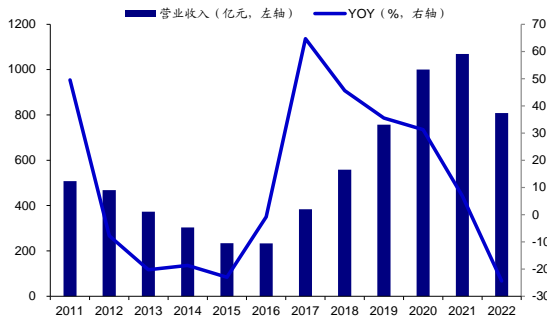


资料来源: 公司官网, HTI

1.2 价值兼具成长，公司长期业绩表现优异

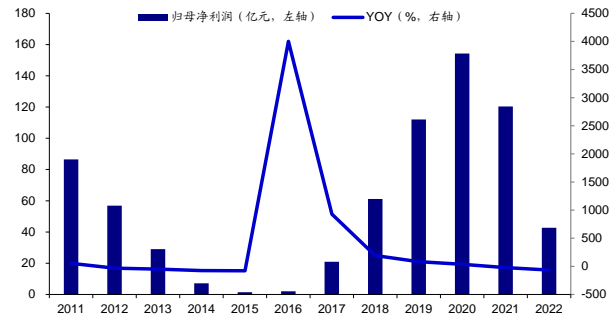
公司上市以来业绩实现长期稳定增长。公司 2022 年实现营业收入 808.22 亿元，相比 2003 年增长 37.71 倍，CAGR 为 21.22%；实现归母净利润 42.73 亿元，相比 2003 年增长 12.16 倍，CAGR 为 14.53%。在公司的发展过程中，表现出了兼具成长和价值的属性，属于不可多得的核心资产。

图4 公司营业收入及其增速



资料来源：Wind, HTI

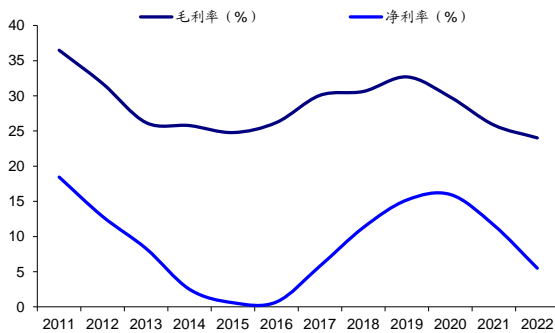
图5 公司归母净利润及其增速



资料来源：Wind, HTI

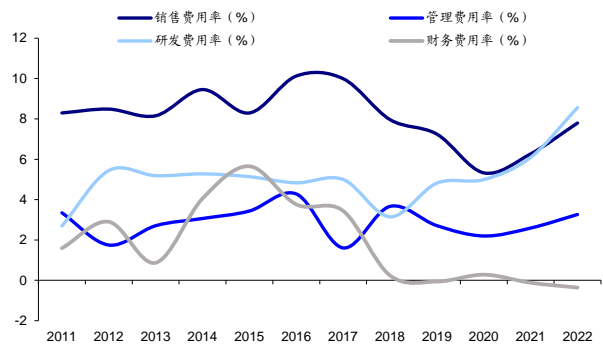
行业周期波动中，公司毛利率保持相对稳定。2022 年受行业下行影响，公司毛利率为 24.02%，同比-1.83pct，净利率为 5.50%，同比-6.12pct，净资产收益率为 6.64%，但公司 2022 年毛利率实现环比逐季改善。近年来，公司研发费用率持续增长，2022 年为 8.57%，同比提升 2.48pct，不断加大对新产品、新技术的研发投入。

图6 公司毛利率、净利率



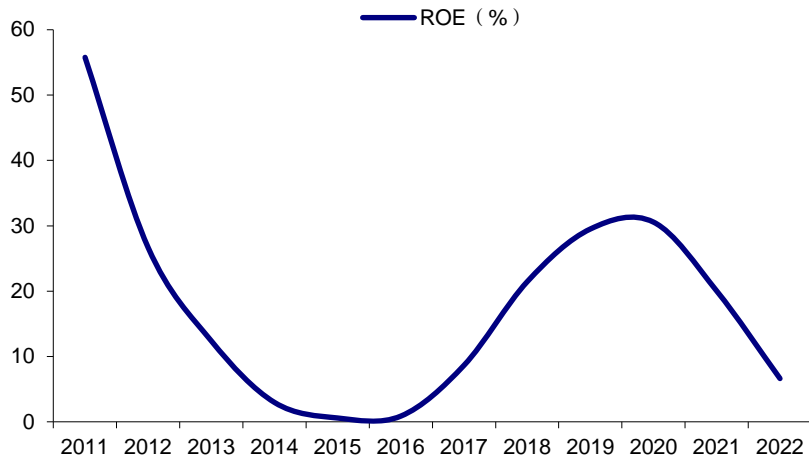
资料来源：Wind, HTI

图7 公司各项费用率



资料来源：公司 2011-2017 年报、Wind, HTI

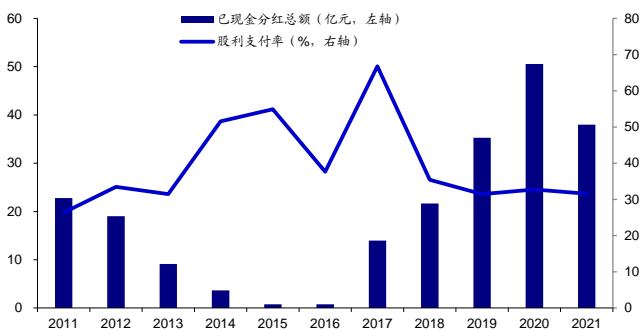
图8 公司净资产收益率



资料来源: Wind, HTI

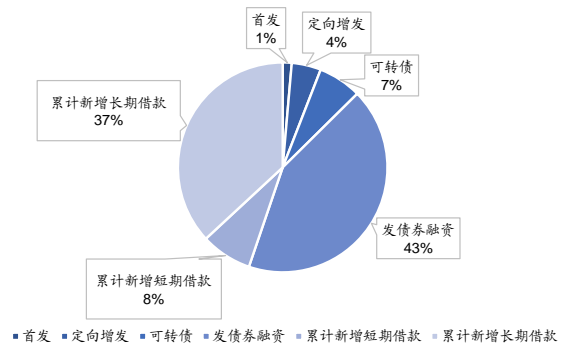
公司融资方式以债券融资和长期借款为主。上市以来公司累计直接融资 370.70 亿元, 累计间接融资 279.03 亿元。其中股权再融资 75.36 亿元, 占比为 11.60%, 债券融资 286.00 亿元, 占比为 44.02%。截至 2021 年, 公司上市以来累计分红 230.19 亿元, 分红率为 28.31%。

图9 公司分红及股利支付率



资料来源: Wind, HTI

图10 公司累计融资结构 (截至 2022 年底)



资料来源: Wind, HTI

2. 制造到“制造+服务”，服务巩固公司核心竞争力

2.1 服务竞争时代，公司优质服务铸就“业界标杆”

服务竞争时代下的“业界标杆”。公司有一生服务无忧的承诺，从服务效率、服务速度、维护成本、质量标准等方面建立了“业界标杆”的服务能力。目前公司在全球拥有 1700 多个服务中心，7000 余名技术人员，可以实现 365x24 小时服务，2 小时内到达现场，1 天内提供常用维修配件。公司有着良好的服务质量和将服务作为核心能力建设的追求，不断完善的服务体系建设增强了客户对公司产品粘性，构建了公司的核心竞争力。

图11公司 S520 服务战略



资料来源：公司官网、中国工程机械商贸网，HTI

工程施工的特性对售后服务提出更高要求。工程施工的主要特点是工作环境复杂、工作周期长、施工风险大。面对繁重的作业任务和复杂的作业环境，工程机械产品极易出现故障，容易造成人员伤亡和财产损失。三一首创 ECC 控制中心，实现一键式在线服务，并提供“211”服务承诺。

图12公司服务 2.0 价值承诺

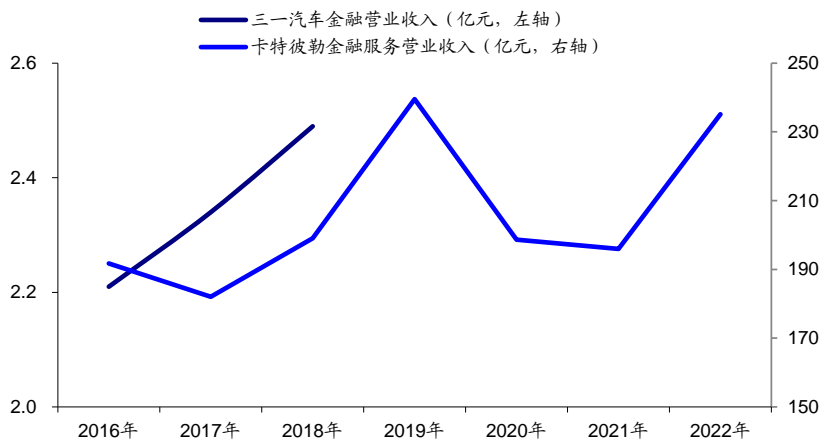


资料来源：公司官网，HTI

背靠集团，金融服务更加多元。集团金融服务业务涵盖贷款、租赁、咨询、投资等众多领域，为客户提供一站式、全流程整体解决方案。公司通过收购三一汽车金融，推进制造与服务转型，不仅可以为客户提供产品，也可以为客户提供相关一揽子的金融服务，降低客户融资成本，提升公司产品的服务水平，推动公司向“制造+服务”转型。

金融服务对于公司国际化之路至关重要，世界工程机械巨头多采用“设备制造+设备金融”的产融协同模式。以卡特彼勒为例，其在全球 40 个国家和地区拥有办事处或子公司，能够为近 100 个国家的客户提供支持。卡特彼勒不仅可以提供标准化的融资租赁服务，还可以为中国企业提供定制融资租赁解决方案，帮助客户节约更多流动资金，通过租赁、融资购买以及延保，使用原先可能无力承担的设备与服务，进一步促进公司产品的销售。2022 年卡特彼勒金融服务业务收入为 235.12 亿元，占比为 5.68%，同比增长 20%。

图13卡特彼勒和三一重工金融服务业务营业收入



资料来源：《三一重工股份有限公司关于收购三一汽车金融有限公司股权暨关联交易的的公告》、Wind, HTI

2.2 卓越的经销商管理体系打造优秀的市场“触手”

公司建立了以华东地区为核心的经销商管理网络，并通过持有经销商 10%左右的股份与其建立深度合作关系。公司鼓励经销商专营三一产品，为经销商提供足够的发展空间，促进其深耕所在市场，鼓励和扶持其成为三一长期、稳定、专一忠诚的合作伙伴。同时，公司自 2006 年开始逐步建立海外市场渠道体系，截至 2021 年底，拥有 140 多个渠道网点和 300 多家优秀代理商合作伙伴，渠道建设已取得积极进展。

表 1 公司主要省份经销商参股情况

省份	经销商	参股公司	持股比例
黑龙江	哈尔滨力好工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
辽宁	辽宁三君工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	16.00%
内蒙古	内蒙古众力工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
河北	河北汇邦工程机械有限公司	三一汽车起重机械有限公司	9.00%
山东	山东力好工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
河南	河南三湘机械设备有限公司	三一汽车制造有限公司	5.00%
山西	山西北起工程机械有限公司	三一汽车起重机械有限公司	5.00%
陕西	陕西鼎柒工程设备有限公司	三一汽车制造有限公司	5.00%
安徽	合肥湘元工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
江苏	江苏力好工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
湖北	湖北鸿辉机械有限公司	浙江三一装备有限公司	9.00%
四川	四川路迈特工程设备有限公司	三一集团有限公司	46.67%
浙江	杭州九象工程机械有限公司	三一汽车起重机械有限公司	9.00%
湖南	湖南大驰工程机械有限公司	三一汽车起重机械有限公司	9.00%
江西	江西大豫丰工程机械有限公司	三一重工股份有限公司	9.00%
福建	福建闽瑞通工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
贵州	贵州通程兄弟工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
广东	广东华三行工程机械有限公司	三一汽车制造有限公司	5.00%
云南	云南肯瑞工程机械有限公司	三一汽车起重机械有限公司	9.00%
广西	广西南宁巨缘合工程机械有限公司	三一汽车起重机械有限公司	9.00%

资料来源：三一汽车金融官网、Wind，HTI

整机、配件、服务代理三位一体，为经销商长期发展提供支持。公司带领经销商推行“1+N”的经营模式，在确定主机市场主导地位的同时，积极进入服务、配件、大修、租赁、融资服务等后市场，力图打通工程机械上下游的盈利链条。公司积极助力经销商拓展多种盈利模式，提高其抗风险能力，实现共同成长。

图14公司全国工程机械经销商网络布局



资料来源：三一汽车金融官网，HTI

备注：京津冀标注“10”为合计经销商数量，其中河北省6家，北京市3家，天津市1家

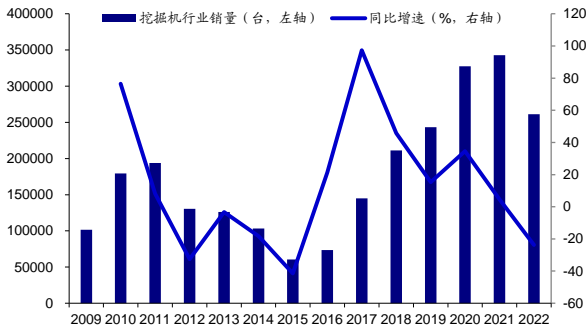
3. 核心产品市占率不断提升，盈利能力持续增强

3.1 挖掘机：公司市占率持续提升，行业中长期景气度不悲观

3.1.1 国标切换内销短期承压，长期景气度不悲观

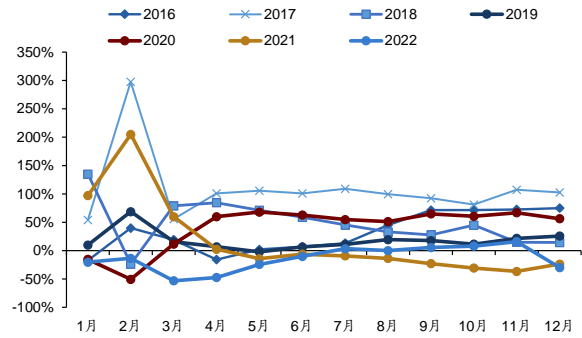
挖掘机行业景气度有所回升，出口维持快速增长，有望平抑行业周期波动。2022年7月挖掘机月度销量增速由负转正，行业景气度好转。根据今日工程机械公众号，2022年挖掘机销量为26.13万台，同比下降23.8%，其中国内销量为15.19万台，同比下降44.6%，出口销量为10.95万台，同比增长59.8%。挖掘机出口销量首次突破10万台，占比提升至41.9%，同比+21.9pct。

图15 挖掘机行业销量年度及增速



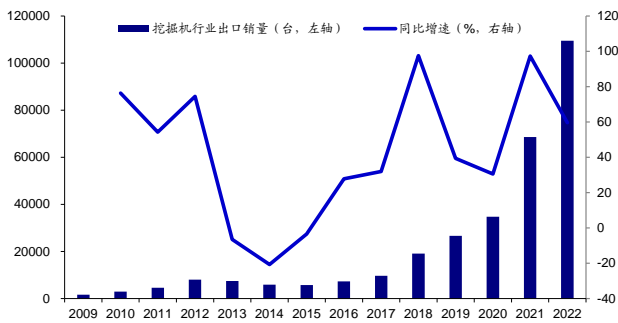
资料来源: Wind、今日工程机械公众号, HTI

图16 2016-2022 年挖掘机行业月度销量增速



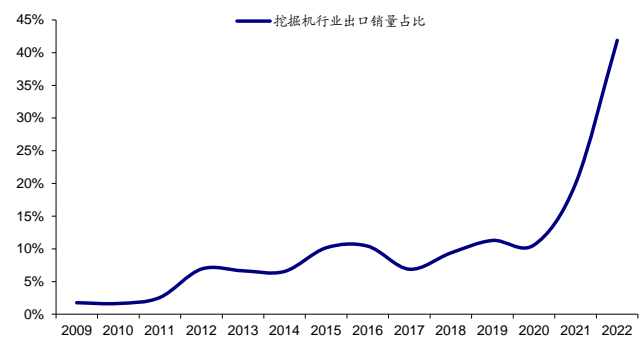
资料来源: Wind, HTI

图17 挖掘机行业出口销量及增速



资料来源: Wind、今日工程机械公众号, HTI

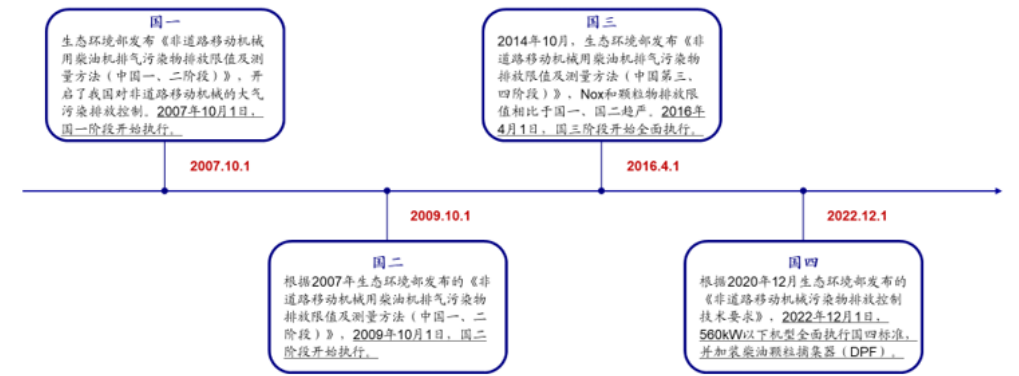
图18 挖掘机行业出口销量占比



资料来源: Wind、今日工程机械公众号, HTI

非道路移动机械国标完成切换，内销短期存在一定阵痛。2022年12月1日起，所有生产、进口和销售的560kW以下（含560kW）非道路移动机械及其装用的柴油机应符合“国四”排放标准要求。“国四”标准不仅提高了四大关键指标的限值要求，同时也明确了技术路线：37~560kW的非道路移动机械应加装壁流式颗粒物捕集器。国标切换也有望带来挖掘机单价的上升。根据工程机械杂志公众号，一套SCR+DPF会增加两三万以上的成本，针对大功率的设备，价格接近七八万，甚至十万元以上。

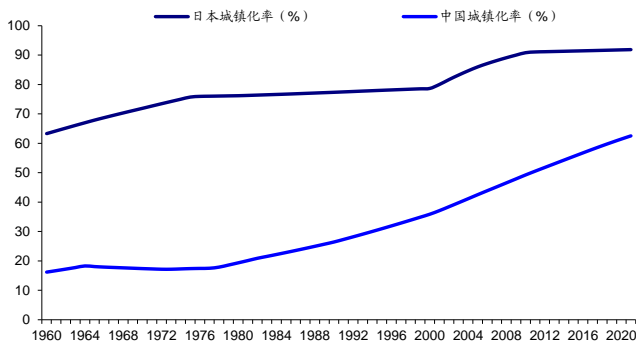
图19 非道路移动机械国标切换梳理



资料来源：中华人民共和国生态环境部，HTI

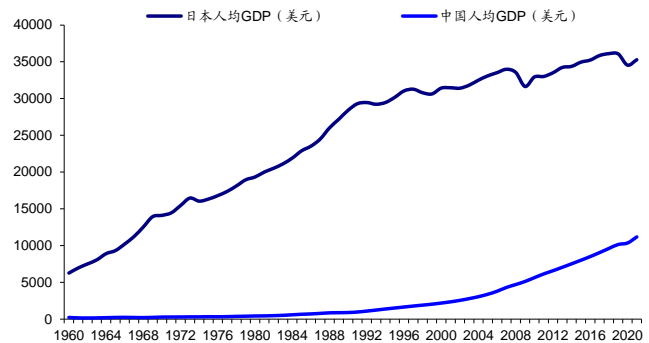
中长期看，对标日本，中国挖掘机保有量仍有提升空间。日本挖掘机保有量结构性变化持续至今，迷你挖掘机保有量占比持续提升，2019年达到61%。2022年中国城镇化率为65%，接近日本上世纪60年代水平，人均GDP约为日本上世纪60年代水平。

图20 中日城镇化率



资料来源：世界银行，HTI
备注：城镇化率=城镇人口/总人口

图21 中日人均 GDP

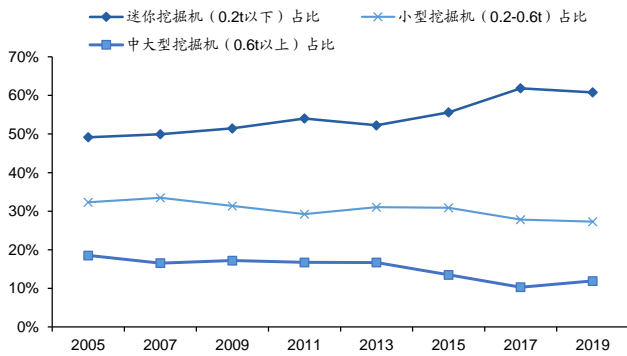


资料来源：世界银行，HTI
备注：人均GDP为2015年不变价美元

四大行业趋势长期驱动挖掘机保有量提升：

1) 劳动力替代驱动小挖密度上升：日本迷你型液压挖掘机密度很高，2019年迷你型挖掘机密度（保有量台数每千人）达到3.21。小型挖机密度和建筑行业劳动力成本相关性较强，而建筑行业劳动力短缺问题持续凸显，推动小挖需求增长。此外，在城镇化成熟阶段，挖机需求集中在小型挖机更适合工作的紧凑的建成区域。

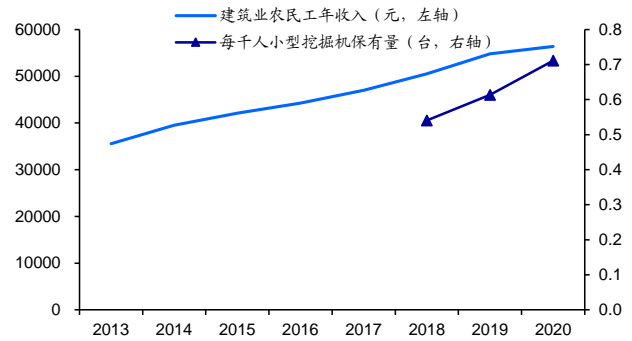
图22 日本挖掘机保有量结构



资料来源：日本国土交通省，HTI

备注：日本政府统计综合网站公布的国土交通省统计数据

图23 中国小型挖掘机密度和建筑业劳动力成本



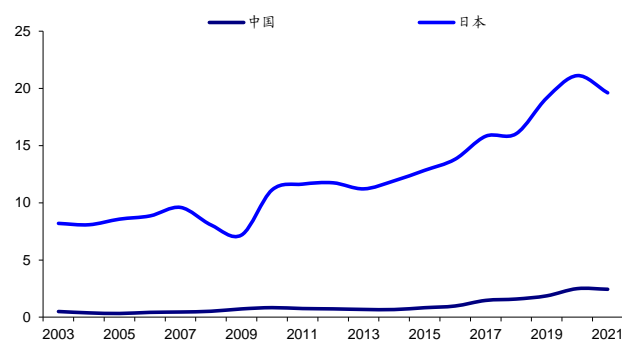
资料来源：2019-2021年《中国工程机械工业年鉴》、Wind，HTI

2) 矿山机械化比例提高驱动大型挖机密度提升：2020年以来，政府出台多项“煤矿智能化”相关政策，目的是提高矿山资源开发和利用效率，减少能源消耗和污染、保护矿山环境。矿山机械化也意味着挖掘机在矿山开采活动中的渗透率有很大的提升空间。

3) 挖掘机将持续替代装载机：国内挖掘机和装载机销量之比仍然远低于日本。2021年中国挖掘机和装载机销量之比为2.4倍，而日本的比例从2003年的8.2倍已提升至2021年的19.6倍。随着城镇化的发展，挖掘机的功能性和灵活性在建设工程场所将更受欢迎，驱动挖掘机从整个土方机械市场的结构变化中获得增量。

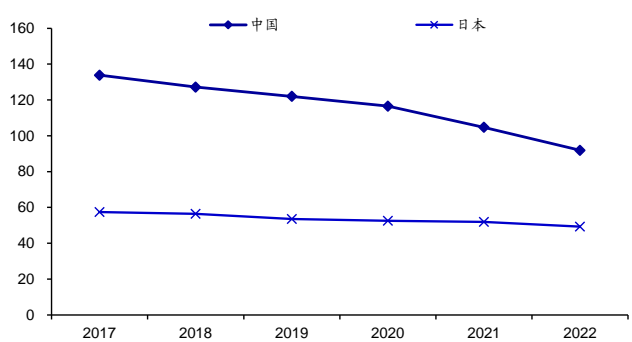
4) 挖机工作时长持续下降，扩大市场容量：根据小松数据，2022年国内挖机月均开机时长为92小时，接近日本的2倍。在融资贷款利率减少、劳动力成本上升的长期趋势下，国内挖掘机工作时长呈现明显减少趋势，推动挖掘机保有量增加。

图24 中日挖掘机/装载机销量比例



资料来源：日本建筑机械工业协会（CEMA）、Wind，HTI

图25 中国和日本小松挖掘机月均开工小时数（小时）

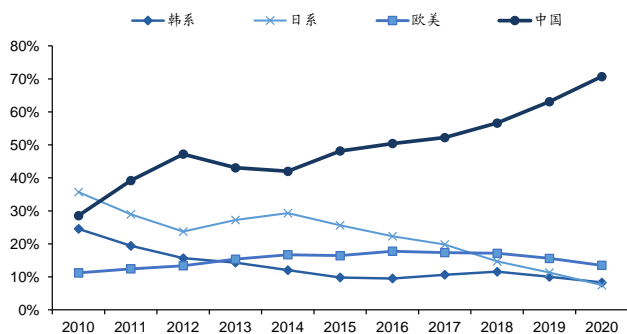


资料来源：Wind，HTI

3.1.2 公司市场份额持续提升，出口销量快速增长

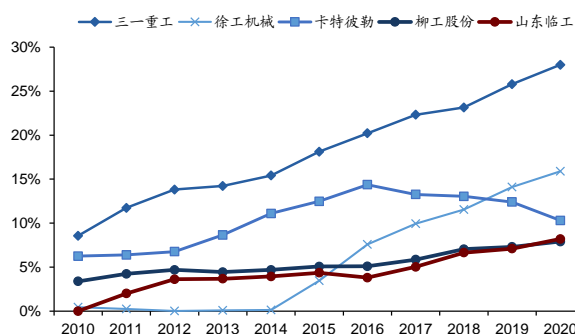
国产品牌持续发力，挖掘机全面进入后国产替代时代。以三一重工、徐工机械为代表的国产品牌市占率快速提升，韩系、日系、欧美品牌市占率有所下降。据《中国工程机械工业年鉴2021》，2020年我国挖掘机市场国产品牌销量为23.17万台，同比增长55.8%，市场占有率达到70.7%，同比提升7.6pct。日系、欧美、韩系品牌销量市占率分别为7.5%、13.5%和8.3%。

图26 各派系挖掘机销量市占率



资料来源：2020-2021 年《中国工程机械工业年鉴》、Wind, HTI

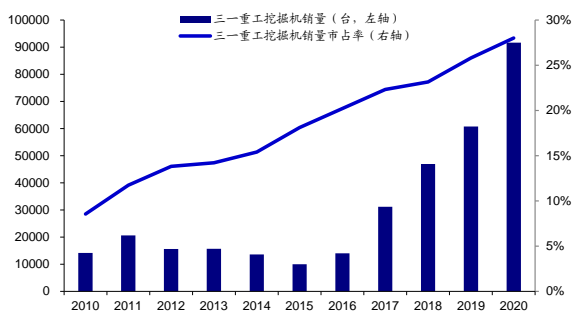
图27 主要企业挖掘机销量市占率



资料来源：2020-2021 年《中国工程机械工业年鉴》、Wind, HTI

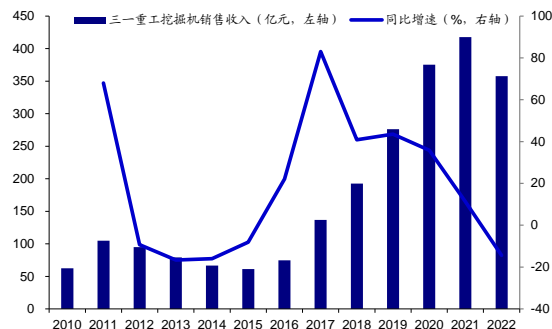
公司作为挖掘机行业标杆，连续 12 年保持中国市场销量第一。公司较早开始研制并试生产挖掘机产品，并于 2001 年 6 月开始投放市场，2010 年以来挖掘机销量持续提升。据《中国工程机械工业年鉴 2021》，公司 2020 年销售挖掘机 9.16 万台，同比增长 50.8%，市占率达到 28.0%。2022 年，公司挖掘机械销售收入达 357.56 亿元，同比下降 14.36%。

图28 公司挖掘机销量及市占率



资料来源：2020-2021 年《中国工程机械工业年鉴》、Wind, HTI

图29 公司挖掘机销售收入及同比增速

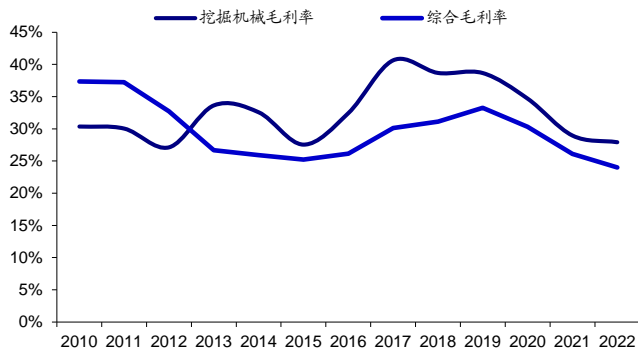


资料来源：Wind, HTI

挖掘机毛利率维持较高水平。2016-2020 年，公司挖掘机械毛利率均在 30% 以上，2022 年受国内行业下行调整影响，公司挖掘机械毛利率小幅下降，2022 年为 27.90%。

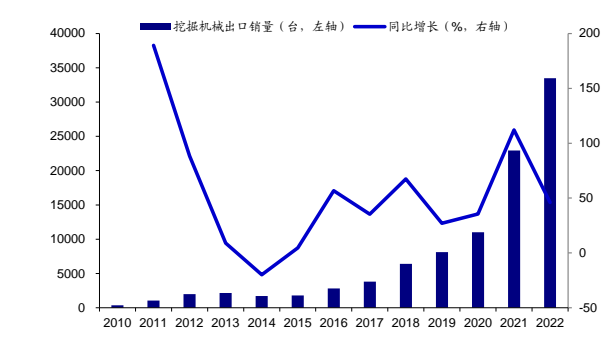
海外需求火热，出口销量有望迎来快速增长。近年来，中国企业全球竞争力持续提升，公司也全面提速国际项目，打造销售、服务加研发的铁三角模式，通过国际协同迅速切入海外市场，全球主要市场均实现高速增长。2022 年三一重工出口挖掘机械 3.35 万台，同比增长 46.02%，占中国挖掘机出口总量的三成，挖掘机械出口销售额为 180.8 亿元，同比增长 69%。

图30公司挖掘机销售毛利率



资料来源: Wind, HTI

图31公司挖掘机出口销量及同比增速



资料来源: 三一重工 2021 年年度报告、三一重工 2022 年年度报告、2020 和 2021 年《中国工程机械工业年鉴》、Wind, HTI

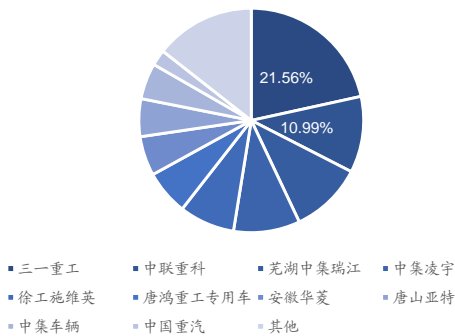
3.2 混凝土机械: 行业龙头地位较稳固, 数字化、智能化降本增效

3.2.1 大型设备市场集中度高, 出口连续两年高增

混凝土机械主要分为四大类产品: 泵车和泵、搅拌车和搅拌站。这四类产品作用各不相同, 搅拌站将混凝土生产出来, 再由搅拌车运输到施工现场, 通过泵车或者混凝土泵将混凝土送到浇筑地点。

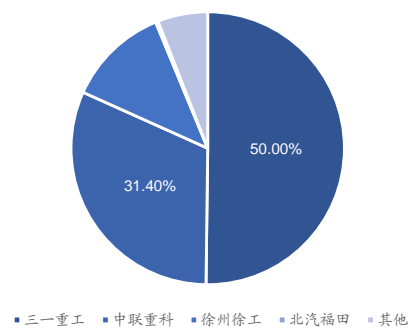
混凝土机械行业具有大型设备市场集中度高、中小型设备市场集中度低、多层次竞争等特点。三一重工、中联重科、芜湖中集瑞江等行业骨干企业占据了我国大型水泥混凝土搅拌设备较大部分市场份额, 其中, 在标准化生产领域, 三一重工和中联重科通过国际并购形成“三一重工+普茨迈斯特”和“中联重科+CIFA”的全球双寡头格局, 在标准化产品市场处于领先地位。

图32 2021 年混凝土搅拌车市场竞争格局



资料来源: 第一专用车网, HTI

图33 2022H1 混凝土泵车市场竞争格局

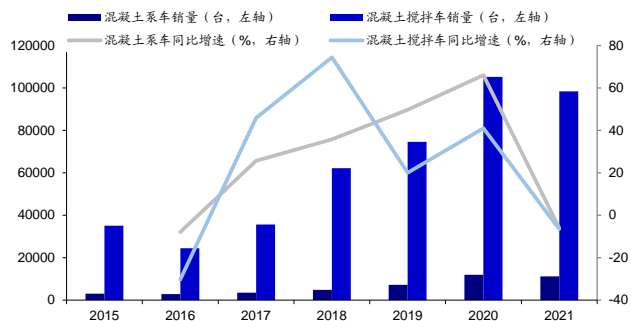


资料来源: 华经情报网百家号, HTI

混凝土机械市场规模持续增长, 整体趋势向好。伴随着我国工程机械产业升级及环保政策出台, 混凝土机械产业向绿色发展转型, 同时行业出现持续性更新换代需求。据《中国工程机械工业年鉴 2021》, 2020 年我国混凝土泵车保有量约为 7.53 万台, 混凝土搅拌车保有量约为 53.23 万台。2021 年上半年混凝土机械需求比较强劲, 下半年由于大宗商品、原材料价格大幅上涨, 市场需求疲软, 全年混凝土泵车销量同比下降 6.0%, 混凝土搅拌车销量同比下降 6.5%。

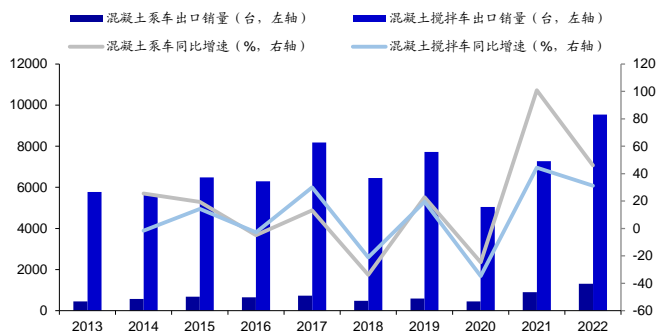
混凝土泵车、搅拌车出口连续两年实现较高增速。2021年混凝土泵车出口销量为896台，同比增长100.9%，混凝土搅拌车出口销量为7275台，同比增长44.3%。2022年，混凝土泵车出口销量为1308台，同比增长46.0%，混凝土搅拌车出口销量为9544台，同比增长31.2%。

图34 混凝土泵车、搅拌车销量及同比增速



资料来源：华经情报网百家号、中研网、Wind，HTI

图35 混凝土泵车、搅拌车出口销量及同比增速



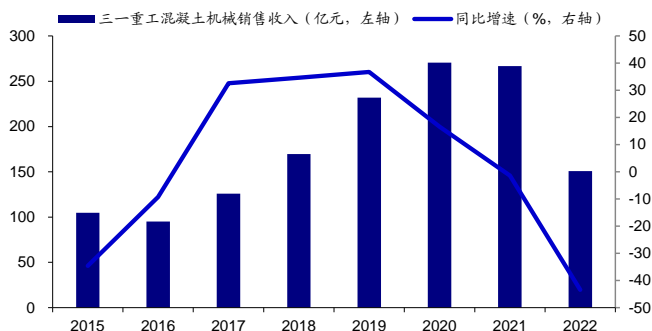
资料来源：Wind，HTI

3.2.2 市占率位居行业第一位，毛利率有望边际改善

公司市占率稳步提升，位居行业第一。混凝土机械作为公司传统的优势板块，具有突出的竞争优势。根据公司2022年半年报，2022年上半年公司搅拌车、泵车、车载泵等产品国内市场份额全线大幅提升，混凝土泵车市占率达到50%，稳居全球第一品牌。混凝土搅拌车市场格局比较分散，根据公司2022年年度报告，2022年公司市占率已经超过30%，较2021年上升9%。

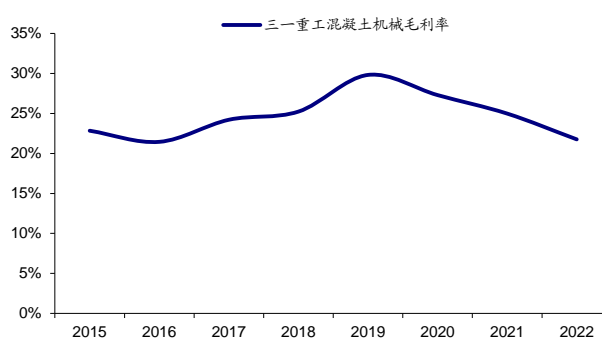
混凝土机械销售收入持续增长，毛利率保持相对稳定。2016-2022年公司混凝土机械销售收入复合增长率为8.00%。2022年受房地产行业持续低迷和疫情因素影响，公司全年混凝土机械销售收入为150.80亿元，同比下降43.46%。其中，2022年混凝土机械出口销售收入75.4亿元，同比增长6.1%，混凝土泵车双品牌联合市场占有率达40%。毛利率方面，公司自2017年以来混凝土机械维持在25%左右的水平，2023年有望企稳回升。

图36 公司混凝土机械销售收入及同比增速



资料来源：Wind，HTI

图37 公司混凝土机械毛利率



资料来源：Wind，HTI

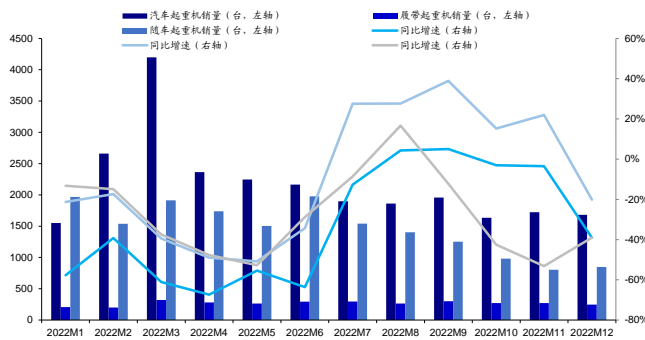
3.3 起重机：下游景气度持续回升，起重机市场竞争格局稳定

3.3.1 汽车起重机占比超 50%，下游需求缓慢回升

起重机可以分为工程起重机和建筑起重机。工程起重机中销量最大的是汽车起重机，根据 Wind 和今日工程机械公众号统计数据，2022 年汽车起重机销量占工程起重机总销量的 53.6%，随车起重机占比为 36.1%，履带起重机占比为 6.6%。随着国家高速的基础设施建设，国内工程起重机市场急速扩张，起重机械向重点产品大型化，通用产品轻量化，零部件通用化的发展趋势转变。

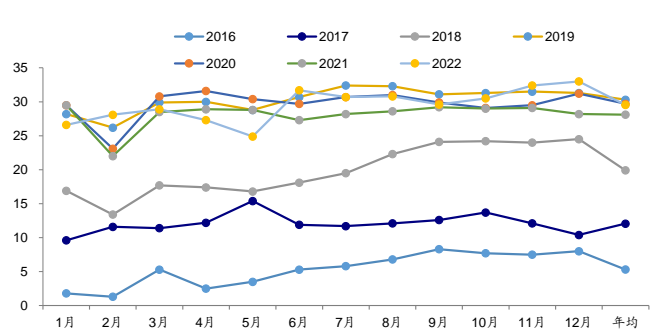
下游景气度逐渐回升，履带起重机销量三季度后呈现回升态势，装配式建筑产值占比相较上年同期略有增长。2022 年汽车起重机销量为 2.59 万台，同比下滑 47.2%；2022 年履带起重机销量为 0.32 万台，同比下降 19.4%；2022 年随车起重机销量为 1.75 万台，同比下降 31.7%。2022 年庞源租赁装配式建筑产值占比年均值为 29.5%，2021 年年均值为 28.1%，2020 年年均值为 29.7%。

图38 工程起重机 2022 年月度销量及同比增速



资料来源：今日工程机械公众号，HTI

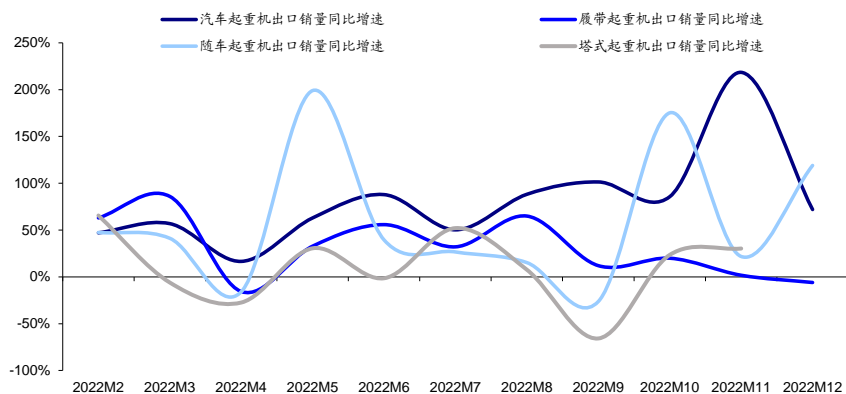
图39 庞源租赁装配式建筑产值占比 (%)



资料来源：庞源租赁公众号，HTI

2022 年起重机械出口实现较好增长。2022 年汽车起重机出口销量单月基本实现 50% 以上的同比增长，履带起重机和随车起重机也保持较好的出口销量增幅，塔式起重机海外市场小幅增长。2022 年汽车起重机出口销量同比增长 76.05%，履带起重机出口销量同比增长 26.70%，随车起重机出口销量同比增长 45.19%，塔式起重机出口销量同比增长 7.11%。

图40 起重机主要产品 2022 年月度出口销量增速

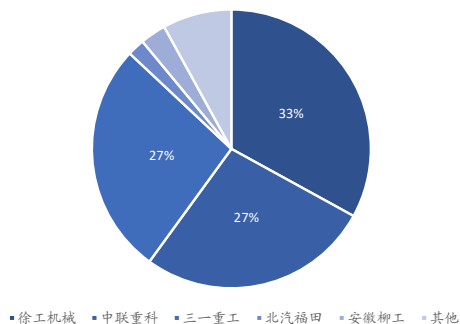


资料来源：Wind，HTI

3.3.2 公司毛利率下行压力大，市场份额继续提升

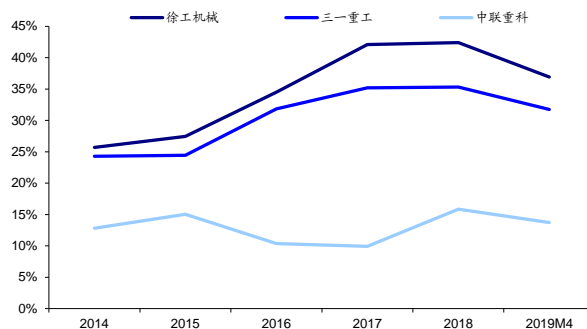
起重机市场由三大国产品牌主导，公司市占率均超过 30%。根据智研咨询，2020 年汽车起重机行业徐工机械、中联重科、三一重工三家合计市占率近 90%，且市占率相近，呈现“三足鼎立”的竞争态势。目前，国内履带起重机厂商中三一重工、徐工机械两家占据了绝大部分份额。根据公司 2021 和 2022 年年度报告，2021 年公司汽车起重机市占率已突破 31%，2022 年公司汽车起重机市占率提升至 32%。根据公司 2022 年年度报告，公司履带起重机整体市场份额超过 40%，稳居全国第一。

图41 2020 年汽车起重机市场格局



资料来源：产业信息网，HTI

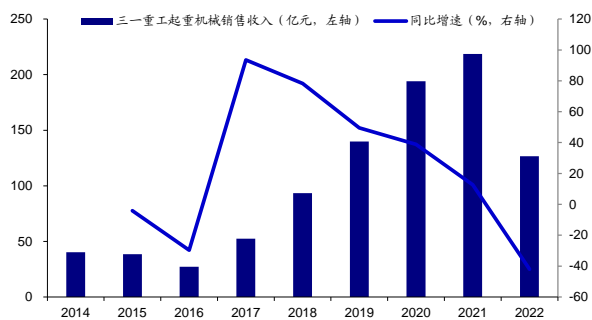
图42 履带起重机主要厂商市占率



资料来源：Wind，HTI

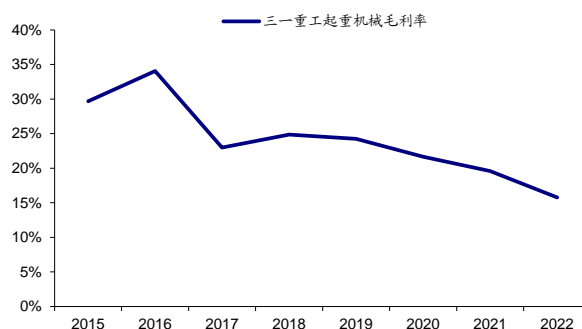
公司起重机销售收入持续增长。2016-2022 年公司起重机械销售收入复合增长率为 29.31%。2022 年在房地产行业持续下行的影响下，中小吨位起重机销量大幅下滑，公司全年起重机械销售收入为 126.70 亿元，同比下降 42.04%。

图43 公司起重机械销售收入及同比增速



资料来源：Wind，HTI

图44 公司起重机械毛利率



资料来源：Wind，HTI

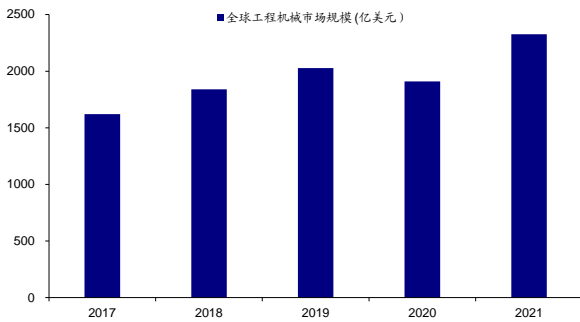
起重机出口保持高速增长。2021 年公司起重机械出口销售收入 40.9 亿元，同比增长 137%，汽车起重机在 15 个国家市场份额第一；履带起重机在 12 个国家市场份额第一。2022 年上半年，公司履带式起重机海外市场份额突破 30%，市场份额居行业第一。

4. 出口布局全球，海外有望迈上新台阶

4.1 海外空间广阔，近三倍于国内空间

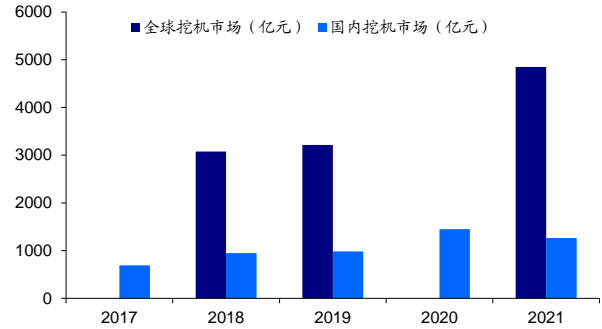
根据《国际建设》杂志统计，2021年全球工程机械市场规模超2300亿美元，公司海外业务有望迈上新台阶。根据KHL数据，2021年全球主要市场挖掘机市场规模达4851.12亿元，其中中国市场规模为1264.95亿元，海外市场为中国市场规模的2.84倍，海外市场空间广阔。

图45 全球工程机械市场规模



资料来源: KHL, HTI

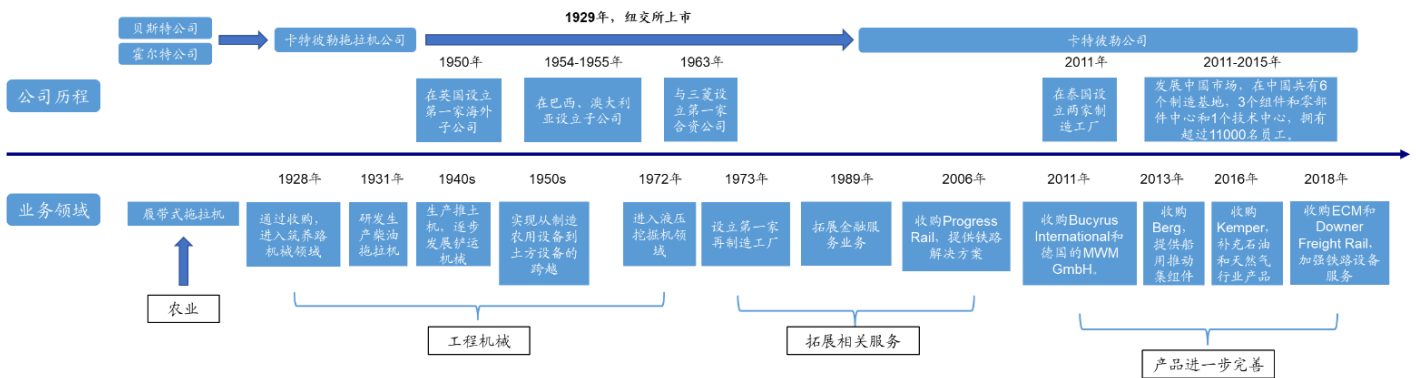
图46 全球挖掘机与中国挖掘机市场销售额



资料来源: Fortune, Polaris, Imarcgroup, Wind, HTI
注: 人民币兑美元汇率为2022/12/21即期汇率; 国内挖机均价约40万元

工程机械龙头均经历从本土到海外的发展之路。以卡特彼勒为例，卡特彼勒自1950年开始进行全球布局，在英国设立首家海外子公司，并逐步进入欧洲、亚太等地区市场，建设海外制造基地。目前卡特彼勒在中国共有6个制造基地，3个组件和零部件中心，和1个技术中心，拥有超过11000名员工。

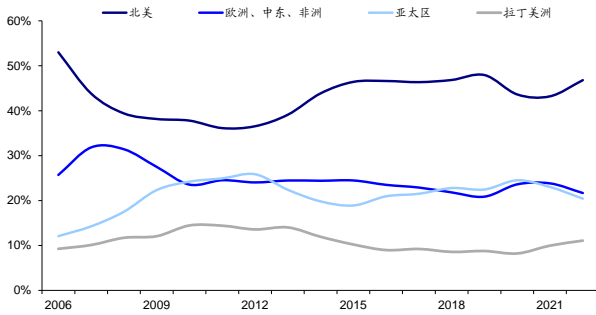
图47 卡特彼勒发展历史



资料来源: 卡特彼勒官网、第一工程机械网、卡特彼勒中国公众号、卡特彼勒2013、2016、2018年年度报告、Wind, HTI

2007年以来，卡特彼勒海外营收占比保持在50%以上，其中2020年亚太地区占比提升至25%左右。随着卡特彼勒的全球布局，其在各地区设立代理商和分支机构，为用户提供生产和销售服务，目前在全球共拥有500多个制造、服务、研发及代理商网点。

图48卡特彼勒各地区营业收入占比



资料来源: Wind, HTI

图49卡特彼勒全球网点布局



资料来源: 卡特彼勒官网, HTI

公司海外布局完善，全球有望多区域放量增长。公司坚定推进国际化战略，贯彻“以我为主、本土经营、服务先行”的经营策略，渠道建设、服务能力建设、服务配件体系建设等取得较大进展。截至目前，三一重工在印度、印尼、美国、欧洲等主要市场均有所布局，在全球拥有近 200 家销售分公司、2000 多个服务中心、近万名技术服务工程师。

1) 以我为主: 除普茨迈斯特海外渠道外，公司已建立覆盖 400 多家海外子公司、合资公司及优秀代理商的海外市场渠道体系。**2) 本土经营:** 美、欧、印等海外事业部本地化率超过 90%，积极推进海外灯塔工厂建设。**3) 服务先行:** 大幅增加服务资源，完善海外各区域配件中心，提升海外配件供应能力，国际服务网点突破 1200 个。

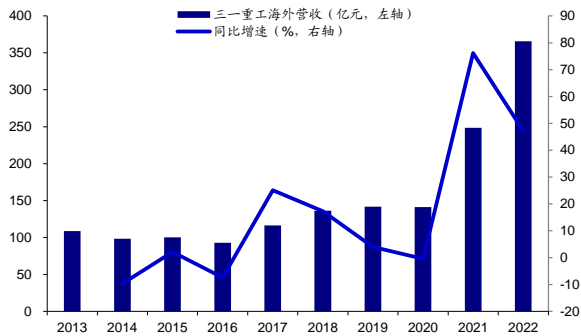
图50公司国际化布局



资料来源: 公司官网, HTI

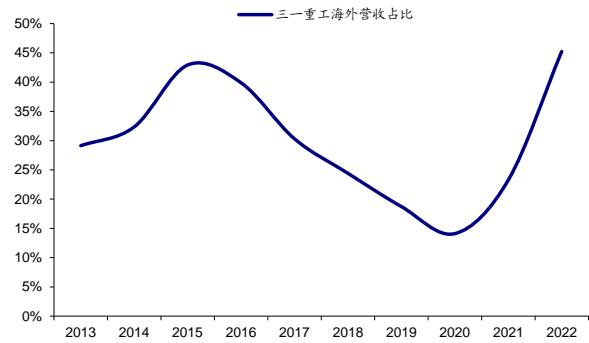
公司海外业务营收连续两年实现高增长，2022 年营收占比提升至 45.7%。2021 年三一重工海外市场营业收入为 248.5 亿元，同比增长 76%，2022 年公司海外市场营业收入为 365.71 亿元，同比增长 47.19%。2021 年公司海外业务占比开始回升，2022 年提升至 45.7% 的新高。

图51 公司海外业务营业收入及增速



资料来源: Wind, HTI

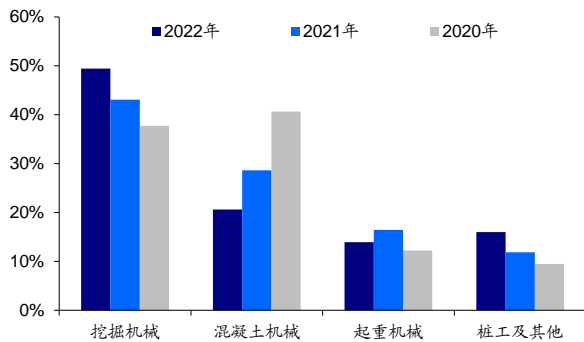
图52 公司海外业务营业收入占比



资料来源: Wind, HTI

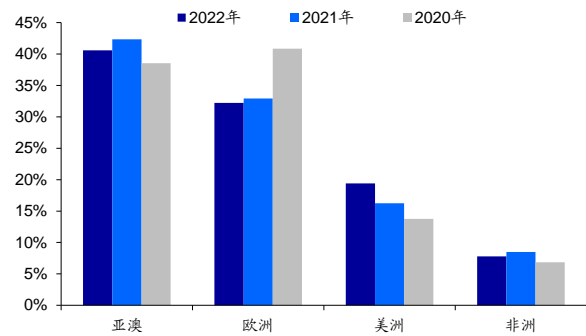
1) 分品类看, 海外市场中挖掘机、混凝土机械占比较高。2022 年挖掘机海外营收为 180.8 亿元, 占海外营收比重为 49.4%; 2022 年混凝土机械海外营收为 75.4 亿元, 占海外营收比重为 20.6%。2) 分区域看, 亚澳地区仍为主要出口区域, 美洲地区呈现较快增速。2022 年亚澳地区营收为 148.5 亿元, 同比增长 41.1%, 占海外营收 40.6%; 欧洲地区营收为 117.8 亿元, 同比增长 44%; 北美洲地区营收为 40.3 亿元, 同比增长 85.8%; 南美洲地区营收为 30.7 亿元, 同比增长 63.8%; 非洲地区营收为 28.5 亿元, 同比增长 35.4%。

图53 公司海外业务各品类占比



资料来源: 公司 2021、2022 年年度报告、Wind, HTI

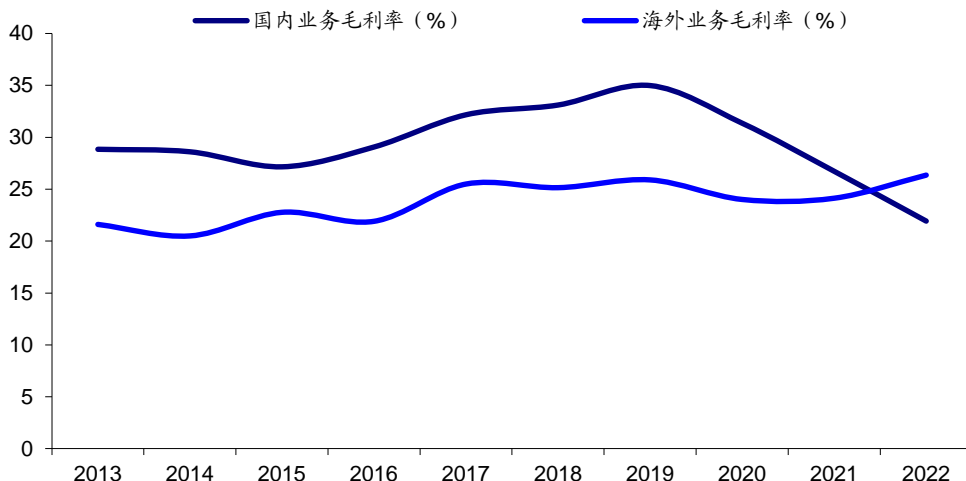
图54 公司海外业务各区域占比



资料来源: 公司 2021、2022 年年度报告、Wind, HTI

2022 年海外业务毛利率首次高于国内业务, 贡献主要利润。2017 年以来公司海外业务毛利率维持在 25% 左右, 2022 年公司海外业务毛利率为 26.36%, 国内业务毛利率为 21.92%。公司海外渠道建设的不断完善和规模效应, 促进盈利能力有效提升。

图55公司分业务区域毛利率

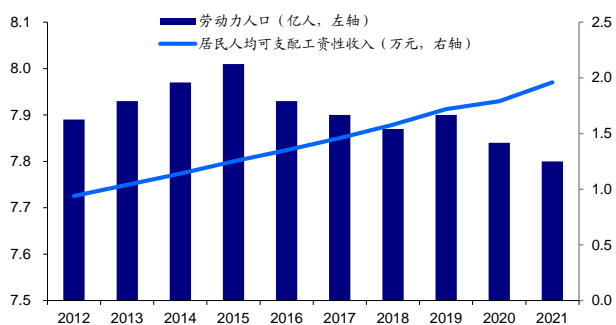


资料来源: Wind, HTI

4.2 拥抱智能化、数字化，三一 2.0 迈入新时代

数字化、智能化发展有益于生产效率提升，成为大势所趋。近年来，我国人口红利日渐消退，劳动力出现短缺、用人成本大幅提升。而工程机械是典型的离散制造，行业繁荣期需要大量人员，低迷期往往需要控制人员数量，这就导致制造成本高，市场响应速度慢。数字化转型能为工程机械企业大幅压缩人员、生产、物流成本，提高生产效率，平滑行业周期。

图56 2012-2021 中国劳动力人口与人力成本



资料来源: 国家统计局, HTI

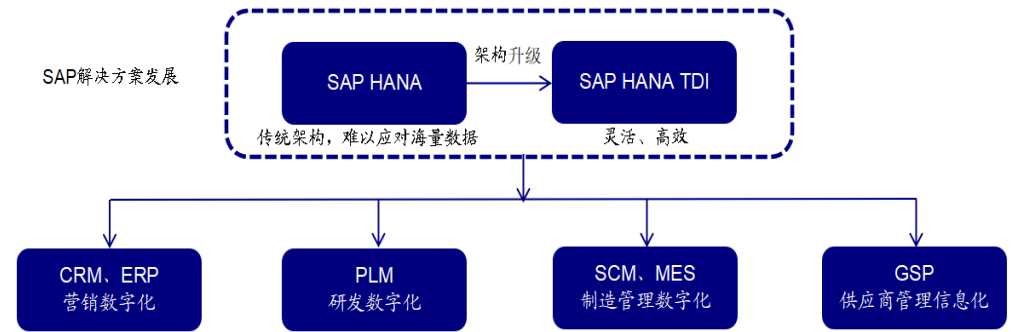
图57 三一 5G 远程无人操作智能挖掘机产品



资料来源: 公司官网, HTI

公司领先在业内布局数字化、智能化转型。公司致力于打造领先的智能化产品和技术，加强工业软件自主研发能力，全面推进包括研发、供应链、营销服务、财务等各方面的数字化与智能化升级，推动智能制造、智慧运营、智慧供应链、研发数字化等项目。公司通过建设三一数据中台，实现生产运营设备、销售设备的互联互通，以数据驱动业务创新和产业升级。

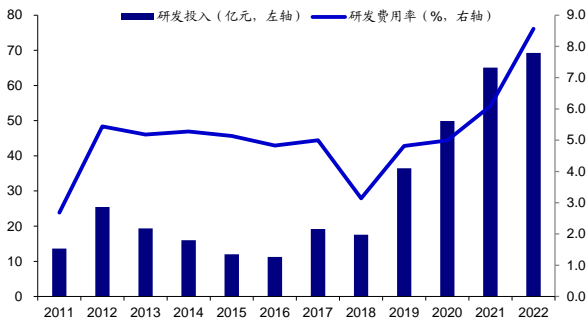
图58公司信息化布局情况



资料来源: 公司历年年报, HITACHI 官网, HTI

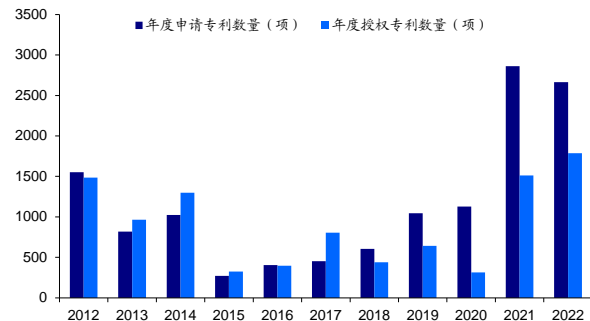
公司研发工作成果显著, 推动公司“两新三化”战略。公司推行“销售一代、储备一代、研发一代”的三代研发政策, 全面推进智能化、电动化、国际化, 并取得积极成果。2021 年公司研发费用投入 65.09 亿元, 同比增长 30.4%, 2022 年研发费用率提升至 8.57%。截至 2022 年底, 公司研发人员达 7466 人, 申请专利 15803 项, 授权专利 10905 项, 申请及授权数均居国内行业第一。

图59公司研发投入



资料来源: Wind、公司历年年报, HTI

图60公司专利数量



资料来源: 公司 2012-2021 年年度报告, HTI

智能化、数字化服务彰显公司竞争力。公司率先在行业内建立企业控制中心 ECC, 依托物联网平台“云端+终端”建立了智能服务体系, 实现了全球范围内工程设备 2 小时到现场, 24 小时完工的服务承诺; 推出客户云 2.0, 实现设备互联、设备数据共享、工况查询、设备导航、设备保养提醒。基于此, 公司先后荣获商务部与中国行业联合会等颁发的“全国售后服务十佳单位”和“全国售后服务特殊贡献单位”、中国信息协会与中国服务贸易协会颁发的“中国最佳服务管理奖”, 充分彰显公司独特核心竞争力。

图61公司智能服务体系示意图



资料来源：公司官网，HTI

5. 盈利预测和估值模型

5.1 盈利预测：归母净利润 2023/2024/2025 年增速 58.2%/40.0%/19.0%

我们预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 843.71/963.23/1046.70 亿元，同比增长 4.4%/14.2%/8.7%；归母净利润为 67.62/94.65/112.68 亿元，同比增长 58.2%/40.0%/19.0%。

关键假设：我们认为，

1) 挖掘机械：挖掘机行业出口持续高增速，景气度有望回升，预计 2023/2024/2025 年挖掘机销量增速为-4%/17%/13%。三一重工作为行业龙头，市场份额持续提升，预计 2023-2025 年公司挖掘机市占率维持在 32%-33%。公司挖掘机产品结构稳定，预计 2023-2025 年收入同比增长-4%、18%、7%，毛利率分别为 28.5%、29%、30%。

2) 混凝土机械：混凝土机械行业整体有望实现平稳发展，公司混凝土搅拌车和泵车市占率有望实现持续提升，预计 2023 年分别为 28%、46%。考虑到房地产行业回暖，预计 2023-2025 年公司混凝土机械收入同比增长 20%、17%、13%，毛利率分别为 22%、24%、26%。

3) 起重机械：三一重工作为起重机行业三大主导品牌之一，汽车起重机市占率约为 30%，履带起重机市占率约为 40%。2022 年受房地产行业下行影响，起重机械行业销量下滑较为明显，后续有望逐渐企稳回升。预计公司 2023-2025 年起重机械收入同比增长 8%、7%、5%，毛利率分别为 20%、21%、22%。

表 2 公司分业务预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
挖掘机械					
营收 (亿元)	417.50	357.56	343.69	404.61	433.74
yoy	11.25%	-14.36%	-3.88%	17.73%	7.20%
毛利率	28.94%	27.90%	28.50%	29.00%	30.00%
业务占比	39.07%	44.24%	40.74%	42.01%	41.44%
混凝土机械					
营收 (亿元)	266.74	150.80	181.54	212.44	239.46
yoy	-1.40%	-43.47%	20.38%	17.03%	12.71%
毛利率	24.99%	21.77%	22.00%	24.00%	26.00%
业务占比	24.96%	18.66%	21.52%	22.06%	22.88%
起重机械					
营收 (亿元)	218.59	126.70	136.29	145.76	153.05
yoy	12.62%	-42.04%	7.57%	6.95%	5.00%
毛利率	19.59%	15.77%	20.00%	21.00%	22.00%
业务占比	20.45%	15.68%	16.15%	15.13%	14.62%
配件及其他					
营收	54.05	84.99	93.49	102.84	113.12
yoy	68.59%	57.24%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	20.84%	19.77%	20.00%	20.00%	20.00%
业务占比	5.06%	10.52%	11.08%	10.68%	10.81%
桩工机械类					
营收 (亿元)	51.66	30.65	33.72	37.09	40.80
yoy	-24.31%	-40.67%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	40.71%	36.46%	40.00%	40.00%	40.00%
业务占比	4.83%	3.79%	4.00%	3.85%	3.90%
路面机械					
营收 (亿元)	27.06	30.81	33.89	37.28	41.01
yoy	-3.50%	13.86%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	28.57%	22.31%	23.00%	23.00%	23.00%
业务占比	2.53%	3.81%	4.02%	3.87%	3.92%
其他业务					
营收 (亿元)	33.13	19.18	21.10	23.21	25.53
yoy	2.57%	-42.11%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	35.08%	44.50%	45.00%	45.00%	45.00%
业务占比	3.10%	2.37%	2.50%	2.41%	2.44%
合计					
营业收入 (亿元)	1068.73	808.22	843.71	963.23	1046.70
YOY	6.82%	-24.38%	4.39%	14.17%	8.67%
毛利率	26.4%	24.0%	25.6%	26.7%	27.7%

资料来源: Wind, HTI

5.2 估值: 合理价值为 21.13 元/股

考虑到公司主要从事工程机械产品的生产和销售, 因此我们选取业务及应用领域相关的公司作为三一重工的可比公司, 分别为徐工机械、中联重科、柳工和恒立液压。

可比公司预测 2023 年 PB 平均值为 2.00 倍, 参考可比公司我们给予公司 2023 年 2.5 倍 PB 估值, 合理价值为 21.13 元/股。我们看好电动化、智能化发展方向和服务竞争时代下公司作为行业龙头企业的高成长性, 有望迎来收入快速增长, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

表 3 可比公司 PB 估值

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股净资产 (元/股)	市净率 PB (倍)
徐工机械	729.06	6.17	5.22	1.18
中联重科	557.99	6.43	6.66	0.97
柳工	150.83	7.73	9.18	0.84
恒立液压	767.22	57.22	11.40	5.02
平均值				2.00

资料来源: Wind, HTI

注: 收盘价为 2023 年 5 月 12 日价格, 总市值为 2023 年 5 月 12 日市值, 市净率估值为根据 Wind 一致预期 2023 年每股净资产计算。

6. 风险提示

6.1 业绩不达盈利预测的风险

预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 843.71/963.23/1046.70 亿元, 归母净利润为 67.62/94.65/112.68 亿元, 公司业绩不达盈利预测, 会导致 2023E 估值偏高, 进而影响股价。小幅低于预期、大幅低于预期和极端情况下预测营业收入和归母净利润及增速如下表所示。

表 4 三一重工收入增速预测敏感性分析

项目	2022	2023E	2024E	2025E
预期收入 (亿元)	808.22	843.71	963.23	1046.70
yoy	-24.38%	4.39%	14.17%	8.67%
小幅低于预期收入 (亿元)	808.22	803.32	876.68	909.62
yoy	-24.38%	-0.61%	9.13%	3.76%
大幅低于预期收入 (亿元)	808.22	762.93	794.20	785.09
yoy	-24.38%	-5.60%	4.10%	-1.15%
极端情况预期收入 (亿元)	808.22	730.82	731.95	696.12
yoy	-24.38%	-9.58%	0.16%	-4.90%

资料来源: Wind, HTI

表 5 三一重工归母净利润增速预测敏感性分析

项目	2021	2022E	2023E	2024E
预期归母净利润 (亿元)	42.73	67.62	94.65	112.68
yoy	-64.49%	58.25%	39.98%	19.04%
小幅低于预期归母净利润 (亿元)	42.73	64.11	85.84	97.42
yoy	-64.49%	50.05%	33.88%	13.49%
大幅低于预期归母净利润 (亿元)	42.73	60.61	77.44	83.54
yoy	-64.49%	41.86%	27.76%	7.88%
极端情况预期归母净利润 (亿元)	42.73	57.92	71.16	73.51
yoy	-64.49%	35.55%	22.86%	3.30%

资料来源: Wind, HTI

6.2 政策风险

工程机械行业与基础设施建设和建筑业投资等密切相关，宏观政策和固定资产投资增速的变化，将对公司下游客户需求造成影响，进而影响公司产品销售。

6.3 市场竞争加剧风险

公司在推进海外市场过程中也面临和海外龙头竞争加剧的问题。全球贸易保护主义抬头，国际贸易不确定性较大，市场竞争加剧，大宗商品价格波动以及人工成本上升等因素，可能对公司销售规模和效益产生影响。

6.4 原材料价格波动风险

公司原材料及零部件的成本可能受到多种因素的影响，如市场供求、供应商变动、替代材料的可获得性、供应商生产状况的变动及自然灾害等。

6.5 电动化、数字化发展不及预期风险

公司作为行业电动化和数字化发展的先行者，前期投入较多，且多部门之间协同效应还有待进一步磨合提升。考虑到数字技术更新迭代较快，若公司不能及时跟进最新技术可能将无法巩固竞争优势，不利于公司未来发展。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	80822	84371	96323	104670
每股收益	0.50	0.80	1.12	1.33	营业成本	61178	62737	70583	75645
每股净资产	7.65	8.45	9.57	10.89	毛利率%	24.0%	25.6%	26.7%	27.7%
每股经营现金流	0.48	0.73	1.40	1.83	营业税金及附加	368	337	385	419
每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	6302	5484	6261	6804
P/E	29.89	18.89	13.49	11.34	营业费用率%	7.9%	6.5%	6.5%	6.5%
P/B	1.97	1.78	1.57	1.38	管理费用	2639	2362	2408	2617
P/S	1.58	1.51	1.33	1.22	管理费用率%	3.3%	2.8%	2.5%	2.5%
EV/EBITDA	21.95	12.74	9.09	7.07	EBIT	3869	8397	11506	13506
股息率%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-294	-168	-202	-293
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
毛利率	24.0%	25.6%	26.7%	27.7%	资产减值损失	-104	-100	-100	-100
净利润率	5.3%	8.0%	9.8%	10.8%	投资收益	746	844	963	1047
净资产收益率	6.6%	9.4%	11.7%	12.2%	营业利润	4747	8109	11371	13546
资产回报率	2.7%	4.6%	5.4%	6.5%	营业外收支	85	50	50	50
投资回报率	3.7%	7.0%	8.8%	9.4%	利润总额	4832	8159	11421	13596
盈利增长 (%)					EBITDA	6442	10333	13467	15486
营业收入增长率	-24.4%	4.4%	14.2%	8.7%	所得税	428	1224	1713	2039
EBIT 增长率	-69.1%	117.0%	37.0%	17.4%	有效所得税率%	8.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-64.5%	58.2%	40.0%	19.0%	少数股东损益	132	173	243	289
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	4273	6762	9465	11268
资产负债率	58.4%	50.5%	52.8%	46.0%					
流动比率	1.56	1.89	1.77	2.13	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.97	1.27	1.11	1.51	货币资金	21343	24695	33867	46777
现金比率	0.32	0.50	0.50	0.85	应收账款及应收票据	25610	21272	21034	19227
经营效率指标					存货	19738	9788	23343	12178
应收账款周转天数	100.50	100.00	80.00	70.00	其它流动资产	39070	37159	40923	39158
存货周转天数	113.10	85.00	85.00	85.00	流动资产合计	105762	92913	119167	117339
总资产周转率	0.54	0.55	0.60	0.60	长期股权投资	2239	2239	2239	2239
固定资产周转率	4.86	4.41	5.33	6.23	固定资产	19636	18645	17470	16148
					在建工程	3971	3177	2541	2033
					无形资产	4438	4488	4538	4588
					非流动资产合计	52993	54414	55811	57188
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	158755	147328	174979	174528
净利润	4273	6762	9465	11268	短期借款	4540	4540	4540	4540
少数股东损益	132	173	243	289	应付票据及应付账款	28908	18145	34792	21942
非现金支出	3102	2636	2660	2680	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-1203	-848	-968	-1051	其它流动负债	34182	26583	27879	28722
营运资金变动	-2205	-2560	462	2332	流动负债合计	67630	49268	67211	55204
经营活动现金流	4099	6163	11863	15517	长期借款	21625	21625	21625	21625
资产	-5538	-150	-150	-150	其它长期负债	3491	3491	3491	3491
投资	-524	-3459	-3459	-3459	非流动负债合计	25116	25116	25116	25116
其他	4224	844	963	1047	负债总计	92746	74384	92327	80320
投资活动现金流	-1838	-2765	-2645	-2562	实收资本	8493	8487	8487	8487
债权募资	7779	0	0	0	归属于母公司所有者权益	64966	71727	81192	92460
股权募资	697	0	0	0	少数股东权益	1043	1216	1459	1748
其他	-3649	-45	-45	-45	负债和所有者权益合计	158755	147328	174979	174528
融资活动现金流	4826	-45	-45	-45					
现金净流量	7002	3352	9172	12910					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 30 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), HTI

APPENDIX 1**Summary**

In the development process of the company, it has shown both growth and value attributes, which is a rare core asset. Affected by the national standard switching and the actual weak investment in infrastructure, the domestic construction machinery industry has entered a certain period of adjustment. However, in the long run, benefiting from the influence of artificial replacement and tool replacement and the promotion of national policies, the total quantity of excavators in China is expected to continue to increase, referring to the Japanese market.

The company has a thorough overseas layout, and overseas revenue is expected to continue to grow. The global construction machinery market is worth more than 230 billion US dollars, with vast overseas market space. The company has a presence in India, Indonesia, the United States, Europe and other major markets. It has nearly 200 sales branches, more than 2,000 service centers and nearly 10,000 technical service engineers worldwide.

The company continues to promote the construction of digitalization and intelligence, and has achieved remarkable results in cost reduction and efficiency improvement. Digital and intelligent development is beneficial to the improvement of production efficiency and becomes the trend of The Times. It can help enterprises save costs and smooth the industry cycle. The company carries out the three-generation research and development policy of "sales generation, reserve generation and R&D generation", comprehensively promotes the intellectualization and electrification, and has achieved positive results.

Earnings forecast and valuation: We believe that the company's overseas layout is perfect, and it is gradually entering the harvest period. In addition, the industry has gone through a new round of price war, the pattern may bottom out again, and the upward trend of the company's market share may smooth out the impact of short-term fluctuations. With the recovery momentum of the domestic industry and the expansion of overseas market demand, the company's performance is expected to continue to repair, and further demonstrate its competitiveness in the global market. After referring to the valuation of comparable companies, we assign the company with 2.5x PB of 2023 to reach our target price of Rmb21.13, and we initiate the coverage with an OUTPERFORM rating.

Risks: Risk of performance not reaching the profit forecast, policy risk, market competition intensification risk, raw material price fluctuation risk, the risk of electrification and digital development falling short of expectations.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，赵靖博，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Jingbo Zhao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，Qiwen Liu，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Qiwen Liu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

徐工集团工程机械有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

徐工集团工程机械有限公司 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

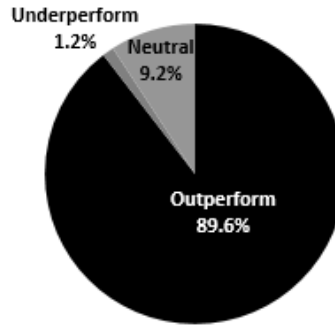
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

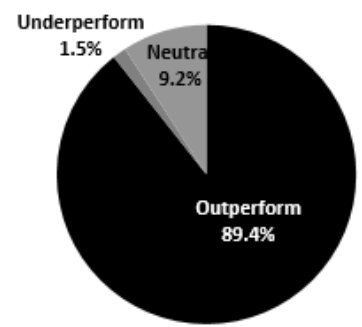
Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution

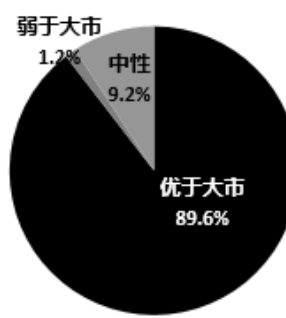
Most Recent Full Quarter



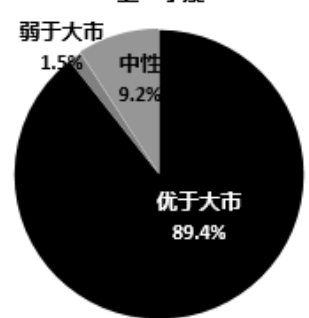
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



截至 2023 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.2%
投资银行客户*	5.2%	6.4%	9.5%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日):

买入, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Mar 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.2%
IB clients*	5.2%	6.4%	9.5%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款: 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司 (「ESG 方」)) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」)，ESG 方均不承担或保证此处任何数据的原创性、准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的，则按其他

协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HTSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their

securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing

in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料,其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”)) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People’s Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations.

Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>