

## 徐工机械 (000425.SZ) 买入 (首次评级)

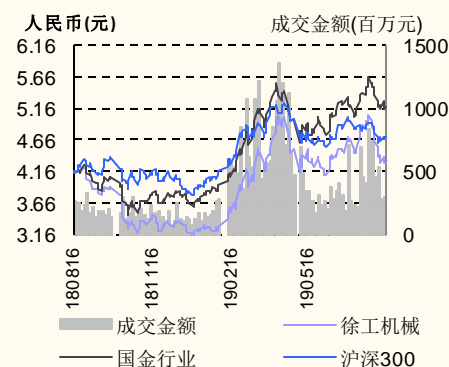
## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 4.43 元

目标价格 (人民币): 5.70 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	6,994.18
总市值 (百万元)	34,703.15
年内股价最高最低 (元)	5.07/4.28
沪深 300 指数	3787.73
深证成指	9328.73



## 汽车起重机龙头，混改有望提升竞争力

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊每股收益 (元)	0.15	0.26	0.45	0.58	0.66
每股净资产 (元)	3.43	3.85	4.18	4.62	5.12
每股经营性现金流 (元)	0.45	0.42	0.36	0.82	0.97
市盈率 (倍)	31.79	12.37	9.79	7.65	6.68
净利润增长率 (%)	389.31%	100.44%	73.20%	28.03%	14.54%
净资产收益率 (%)	4.25%	6.79%	10.81%	12.54%	12.97%
总股本 (百万股)	7,007.73	7,833.67	7,833.67	7,833.67	7,833.67

来源: 公司年报、国金证券研究所。注: 以上表格及全文盈利预测均未考虑混改

## 投资逻辑

■ **徐工机械是国内工程机械领军者，起重机械龙头，产品结构丰富。** 主营起重机、配件、铲运、桩工机械合计收入占比 77%，多项产品国内市占率第一。公司是国内起重机龙头，起重机在公司营收中占 36%，毛利中占 45%，2018 年国内汽车起重机销量市占率 46%。上市至今年化 ROE 为 9%。

■ **汽车起重机：更新需求+基建拉动，未来 3 年复合增长 10%**

汽车起重机行业销量 2016 年触底反弹，2018 年回到历史高点 2011 年的 91%。下游基建为主，2019 基建投资增速回升，地方政府专项债增加。

徐工汽车起重机销量国内市占率长期在 50% 以上，近 3 年有所下滑，徐工、三一和中联合计占有 90% 以上的市场份额。

按 10 年寿命测算，2019-2021 年汽车起重机行业销量复合增长 10%，更新需求占比 70% 以上，公司这部分收入有望实现 20%/10%/2% 的增长。

■ **混改：混改方案获徐州国资委批准，挖掘机有望注入，盈利能力有望提升**

挖机业务有望注入上市公司：预测 2019-2021 年挖掘机销量增速为 11%/-1%/-6%。徐工挖机市占率持续提升，2019 年 1-7 月市占率 14% 为第二，销量增长 39% 远超行业。2018 年挖机营收超百亿，合理净利润 10 亿。

股权结构方面：预计国资比例降低、健全激励机制，为公司注入活力；

盈利能力方面：对标体制更灵活的三一/中联，未来具备较大提升空间。

■ **全球化布局：借鉴海外龙头发展路径，坚定国际化发展路线**

全球起重机龙头利勃海尔以及工程机械龙头卡特彼勒、小松等均采取全球化布局策略减缓周期波动。徐工机械坚定拓展全球市场，2018 年海外营收占整体的 13%。“一带一路”进入收获期，在海外市场徐工产品性价比优势明显，维保售后服务体系逐步健全，品牌知名度逐步提升。

■ **公司财务分析：营收业绩随周期波动大，2018 年收入较上一轮高点 2011 年增长 35%，归母净利润较 2011 年 34 亿仍有 40% 的差距；毛利率 2018 年 16.7% 仍具备修复空间；销售政策趋紧，表外风险出清，现金造血功能恢复迅速。应收账款周转率快速提升，运营情况好转，未来现金流将持续好转。**

## 投资建议

预计 2019-2021 年收入为 539/604/643 亿元，增长 21%/12%/7%；净利润 35/45/52 亿元，增长 73%/28%/15%，复合增速 36%。EPS 为 0.45/0.58/0.66 元；PE 为 9.8/7.7/6.7 倍。给予 2020 年 10 倍 PE，合理市值 450 亿元，6-12 月目标价 5.7 元。首次覆盖，给予“买入”评级。挖掘机如果注入上市公司，我们认为徐工集团挖掘机业务合理估值可能超 200 亿元。

## 风险提示

■ 地产基建投资低于预期、部分产品行业销量下滑风险。

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002  
wanghuajun@gjzq.com.cn

赵晋 联系人  
zhaojin1@gjzq.com.cn

朱荣华 分析师 SAC 执业编号: S1130519060004  
zhuronghua@gjzq.com.cn

## 投资要件:

### 主要预测、关键假设

- 汽车起重机行业:汽车起重机迎来更换高峰。按照 10 年寿命测算,2019-2021 年销量复合增长 10%。公司起重机 2019-2021 年营收分别增长 20%/10%/2%。
- 预测 2019-2021 年挖掘机销量增速为 11%/-1%/-6%。估计目前公司挖掘机业务净利率约为 8%,2018 年合理净利润 10 亿元,2019-2020 预计挖掘机营收分别增长 30%和 10%。

### 我们与市场不同观点

- 市场担心汽车起重机及挖掘机行业销量将下滑,公司市占率下滑,增速不及行业,压制公司估值提升。我们认为:
  - (1) 本轮周期挖掘机与汽车起重机韧性将大幅好于上轮周期,本轮周期目前相对理性,我们判断未来 2-3 年行业销量数据可能相对比较平滑。
  - (2) 公司挖掘机市占率进一步提升,大挖的销量增速超过整体增速,对提升挖掘机板块的利润率有很大帮助。
  - (3) 公司全球化将打开未来发展空间、减缓周期性波动。

### 投资建议

- 预计 2019-2021 年收入为 539/604/643 亿元,增长 21%/12%/7%;净利润 35/45/52 亿元,增长 73%/28%/15%,复合增速 36%。EPS 为 0.45/0.58/0.66 元;PE 为 9.8/7.7/6.7 倍。
- 参考估值:全球主要工程机械龙头 2018 年平均 PE 为 16 倍。2018 年海外对标巨头美国卡特彼勒 PE 为 13 倍,日本小松为 10 倍。2020 年美国卡特彼勒、日本小松平均 PE 为 10 倍。国内主要可比工程机械企业中联重科、徐工机械 2020 年平均 PE 为 10 倍。
- 公司为中国起重机龙头,预计 2019-2021 年净利润复合增长率达 36%。公司全球化减弱周期性,给予 2020 年 10 倍 PE,合理市值 450 亿元,6-12 月目标价 5.7 元。首次覆盖,“买入”评级。

### 催化剂

- 公司业绩超预期、混改落地、挖掘机资产注入、降准降息等宏观政策放松、地产基建投资超预期。

### 风险提示

- 地产基建投资低于预期、部分产品行业销量下滑风险。

## 内容目录

一、汽车起重机受益更新需求及基建拉动，未来3年复合增长10%.....6	
1、公司为工程机械领军者，汽车起重机龙头，多项产品国内市占率第一..6	
2、汽车起重机占工程起重机比例72%，2018年销量达历史高点的91%..6	
3、下游更新需求+基建拉动，预计汽车起重机销量未来3年复合增10%..8	
3.1、新增需求：下游基建增长带动保有量增长.....8	
3.2、更新需求：使用寿命+环保政策推动.....9	
3.3、根据保有量和更换需求判断：2019-2021年销量复合增长10%.....10	
4、竞争格局：徐工汽车起重机全球市占率第一，国内份额40%。.....11	
5、销售预测：预计起重机业务2019-2021年营收增速为20%/10%/2%..12	
二、混改：为公司注入活力，优质资产有望注入，盈利能力有望提升.....14	
1、控股股东徐工有限混改方案获国资委批准.....14	
2、股权结构：预计国资比例降低、健全激励机制，为公司注入活力.....14	
3、盈利能力：对标体制更为灵活的三一和中联，具备较大的提升空间...15	
4、优质资产：挖掘机业务大幅增长，市占率已至国内第二.....16	
4.1、挖掘机行业：预测2019-2021年挖掘机销量增速11%/-1%/-6%.....16	
4.2、市占率提升：2019年1-7月市占率14%，销量增39%远超行业....18	
4.3、营收及业绩：2018年挖掘机板块营收超百亿，合理净利润约10亿19	
三、全球化布局：借鉴海外龙头发展路径，坚定国际化发展路线.....20	
1、利勃海尔：全球起重机龙头，技术独立，抢占海外市场.....20	
2、卡特与小松：国际工程机械龙头，全球化布局对抗周期.....20	
3、徐工机械：重视海外布局，拓展全球市场.....21	
四、财务分析：利润率具备修复空间，表外风险释放，现金流好转.....24	
1、营收与业绩周期波动较大，毛利率具备修复空间.....24	
2、销售政策趋紧，表外风险出清.....25	
3、现金造血功能恢复迅速，运营情况好转，未来现金流有望持续好转..27	
五、盈利预测与估值分析：合理市值450亿元，“买入”评级.....28	
1、收入预测：预计2019-2021年增速为21%/12%/6%.....28	
2、净利润预测：预计2019-2021年净利润复合增长率达36%.....29	
3、估值分析：合理市值450亿元，“买入”评级.....29	
六、风险提示：基建地产投资不及预期，起重机销量不及预期.....31	

## 图表目录

图表 1：公司实现工程机械全产业链布局.....	6
图表 2：公司多种产品销量在国内市占率排名第一.....	6
图表 3：2018 年起重机营收占比 36%，配件、铲运机械、桩工机械合计收入占比 41%.....	6
图表 4：2018 年起重机毛利占比 45%，配件、铲运机械、桩工机械合计毛利占比 36%.....	6
图表 5：各类工程起重机的性能及应用场景，汽车起重机销量占工程起重机比例超 70%.....	7
图表 6：汽车起重机经过 5 年的缩量调整，2016 年年中开始触底反弹.....	7
图表 7：2019 年 1-6 月汽车起重机销量同比增长 50%.....	7
图表 8：工程机械需求驱动：投资拉动、更换需求、环保升级、出口带动...8	8
图表 9：2019 年来基建投资增速略有回升，上半年 3%.....	8
图表 10：地方政府专项债发行规模大幅增加.....	8
图表 11：2019 年铁路/道路/水利固定资产投资增速企稳回升.....	9
图表 12：2016 年起汽车起重机开机小时数持续提升，2019 二季度下滑.....	9
图表 13：汽车起重机：2018-2021 年迎来更换高峰（按 8-10 年寿命）.....	9
图表 14：2021 年 7 月推行“国六”，存量设备有望加速淘汰.....	10
图表 15：“国三”设备保有量占比 36%，面临加速淘汰.....	10
图表 16：汽车起重机：2019-2021 年销量复合增长 10%（按 10 年寿命）.....	11
图表 17：汽车起重机销量预测：2019-2021 增长 19%/9%/1%.....	11
图表 18：2019 年 1-4 月徐工汽车起重机销量占比 40%.....	11
图表 19：汽车起重机国内市场 CR3 超过 90%.....	11
图表 20：国内 0-30t 汽车起重机销量占比接近 90%.....	12
图表 21：2019 年 1-4 月国内三家龙头企业生产 20-30t 机型的比例最大，均接近 70%.....	12
图表 22：2018 年起重机全球制造商 10 强，徐工集团排名第二.....	12
图表 23：徐工重型（汽车起重机）2018 年收入增长 47%，净利率从 2016 年触底反弹.....	13
图表 24：母公司-上市公司-机械厂治理框架，徐工有限层面还有挖掘机/矿机等优质资产.....	14
图表 25：国内主要工程机械企业实控人性质及盈利能力对比.....	15
图表 26：徐工起重机毛利率低于竞争对手.....	15
图表 27：徐工机械员工人数保持较高稳定性.....	15
图表 28：三一及徐工 2018 年人均产出超过 300 万元/人.....	15
图表 29：2018 年三一人均创利 36 万元远超徐工和中联.....	15
图表 30：挖掘机需求驱动：下游基建地产等需求+出口需求+更换需求+环保要求+应用场景拓展.....	16
图表 31：2018 年中国挖掘机销量 20 万台，创历史新高.....	16
图表 32：2017 年中国挖掘机保有量 156 万-169 万台.....	16
图表 33：预测模型 1：假设 8-12 月每月挖掘机销量零增长，则全年销量 22 万台，同比增长 9%.....	17
图表 34：预测模型 2：2019-2021 年挖掘机销量增速为 11%/-1%/-6%.....	17
图表 35：挖掘机：预测 2019-2021 年销量保持平稳后小幅下滑.....	18
图表 36：2019 年中国市场挖掘机市占率达 14%左右.....	18
图表 37：徐工挖掘机 2019 年 1-7 月销量增长 39%.....	18
图表 38：2019 年 1-5 月公司大中小挖市占率分别为 14%/15%/7%，中挖市占率具备优势.....	19
图表 39：2019 年 1-5 月较去年同期，小挖和大挖市占率提升较大.....	19

图表 40 : 2018 年三一重机净利率 16.5% .....	19
图表 41 : 2018 年利勃海尔移动+塔式起重机收入占比 27% .....	20
图表 42 : 2018 年利勃海尔全球不同地区收入结构, 德国外收入超过 50% .....	20
图表 43 : 20 世纪 60 年代开始布局全球, 90 年代推进中国战略 .....	21
图表 44 : 2008 年美国国内建造支出下滑时海外营收比例增加 .....	21
图表 45 : 小松国际化自 20 世纪 50 年代开始不断推进 .....	21
图表 46 : 2018 年小松本土外收入占比 85%, 美国 37% .....	21
图表 47 : 2019 年 KHL 排名: 徐工集团位列全球第 6 .....	22
图表 48 : 2018 年徐工海外营收 59 亿元, 占比 13%, 同比增长 78% .....	22
图表 49 : 海外市场: 公司性价比优势明显, 维保售后服务体系逐步健全, 品牌知名度逐步提升 .....	23
图表 50 : 2018 年营收超过历史高点 (2011 年) 35% .....	24
图表 51 : 2018 年归母净利润较历史高点 (2011 年) 仍有 40% 空间 .....	24
图表 52 : 2015 年以来公司毛利率下滑, 净利率触底反弹 .....	24
图表 53 : 销售及管理 (含研发) 费用率大幅下降 .....	24
图表 54 : 毛利率仍具修复空间, 原材料及人工成本占营收比例有望下降 .....	25
图表 55 : 不同销售政策对公司现金流以及盈利能力的影响 .....	25
图表 56 : 主要工程机械公司应收账款减值准备计提比例 .....	26
图表 57 : 应收账款及应收票据占营收比例大幅下降 .....	26
图表 58 : 资产减值损失占营收比例较高点大幅下降 .....	26
图表 59 : 2014 年后坏账计提率提升、计提充分, 坏账损失占资产减值损失比例下降 .....	26
图表 60 : 按揭及融资租赁比例下降 .....	27
图表 61 : 表外或有风险下降 .....	27
图表 62 : 应收账款周转率及存货周转率回升 .....	27
图表 63 : 经营性现金流加速好转 .....	27
图表 64 : 预计 2019-2021 年徐工机械营收增速为 21%/12%/6% .....	28
图表 65 : 预计 2019-2021 年销售/管理费用率略降, 研发费用率持平 .....	29
图表 66 : PE 估值: 对比三一和中联, 公司市盈率偏低 .....	29
图表 67 : PB 估值: 2019 年徐工 PB1.22 倍, 具备较高的安全边际 .....	30

## 一、汽车起重机受益更新需求及基建拉动，未来3年复合增长10%

### 1、公司为工程机械领军企业，汽车起重机龙头，多项产品国内市占率第一

- 公司为中国工程机械行业前3强：成立74年以来，徐工机械成为全国工程机械制造商中产品品种与系列最多元化、最齐全的公司之一。
- 公司产品品种丰富，国内起重机龙头。公司主营工程起重机械、铲土运输机械、压实机械、桩工机械等，起重机械中汽车起重机、随车起重机、履带起重机2018年公司在国内销量市占率第一，分别为46%/60%/41%。2018年起重机械占整个公司营收36%，毛利占比45%。

图表 1：公司实现工程机械全产业链布局



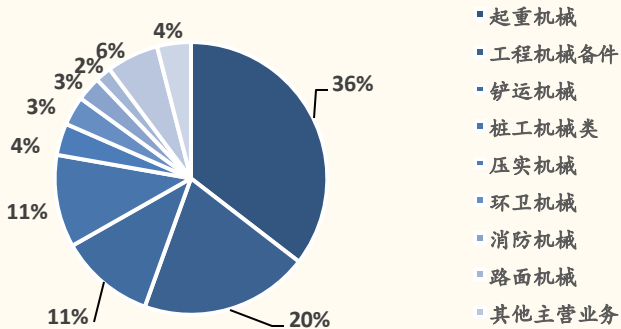
来源：公司官网，国金证券研究所

图表 2：公司多种产品销量在国内市占率排名第一

主营业务	产品	市场份额	国内排名
工程起重机	汽车起重机	46%	1
	随车起重机	60%	1
	履带起重机	41%	1
压实机械	压路机	27%	1
路面机械	平地机	30%	1
	摊铺机		1
桩工机械	旋挖钻机		1
消防机械	举升类消防车		1

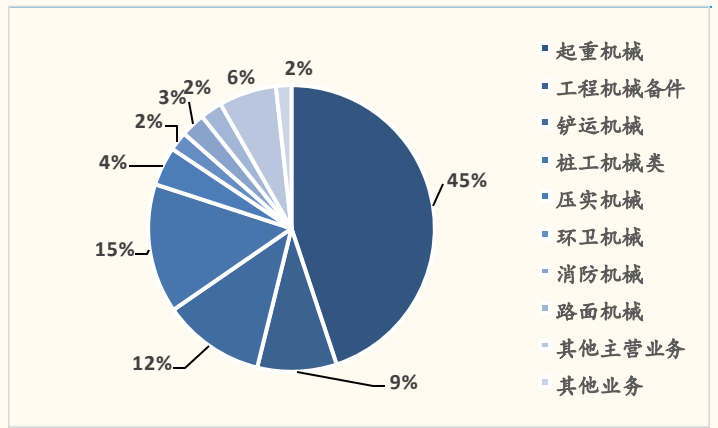
来源：wind，工程机械工业协会，国金证券研究所（2018年数据）

图表 3：2018年起重机营收占比36%，配件、铲运机械、桩工机械合计收入占比41%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：2018年起重机毛利占比45%，配件、铲运机械、桩工机械合计毛利占比36%







来源：公司公告，国金证券研究所

### 2、汽车起重机：占工程起重机比例72%，2018年销量达到历史高点的91%

- 汽车起重机占工程起重机销量比例超过70%。根据工程机械协会的定义，工程起重机主要指移动式起重机，包括汽车起重机、全路面起重机、履带式起重机及随车起重机。从国内工程起重机市场销售来看，2019年上半年汽车起重机销量占总销量的72%，随车起重机占总销量的24%。

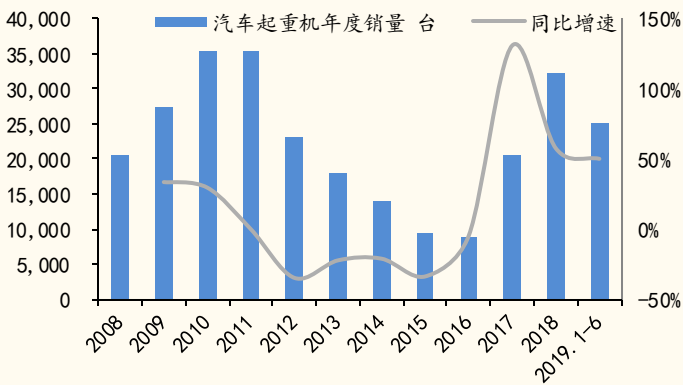
**图表 5：各类工程起重机的性能及应用场景，汽车起重机销量占工程起重机比例超 70%**

	机动性	装配	性价比	吨位	2019H1 销量	其他
<b>汽车起重机</b> 	行驶速度高，机动灵活性一般。	采用专用或通用底盘，适宜于公路行驶。	作业性能高，结构简单，价格便宜。	3~200t	25494 台	作业辅助时间少，作业高度和幅度可随时变换。
<b>随车起重机</b> 	行驶速度高，机动灵活。	将作业装置安装在重型卡车上，集装载、运输、卸载三大功能。	作业性能较差，价格较低。	3.2~12t	8522 台	作业辅助时间少，作业高度和幅度可随时变换。
<b>履带起重机</b> 	需要运输设备进行场地转运，并需要较大的安装空间和起吊设备协同安装。	采用履带底盘，可吊重行驶。	作业性能最高，结构简单。	15~1800t	1311 台	作业辅助时间较长，撤离现场时间长。
<b>轮胎起重机</b> 	行驶速度较慢，机动灵活性好，整机尺寸小，通过性好。	采用特制底盘，油气悬挂，可全轮驱动和转向，可越野行驶。	作业性能高，结构较复杂，价格稍贵，比汽车起重机贵 15%。	5~80t	143 台	作业辅助时间少，作业高度和幅度可随时变换。

来源：徐工机械官网，工程机械工业协会，国金证券研究所

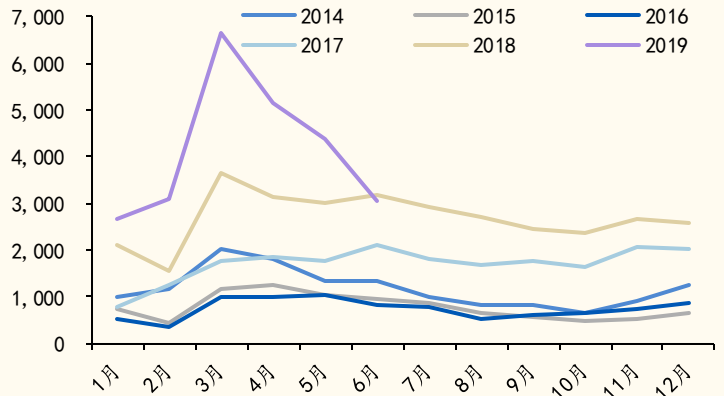
- 汽车起重机销量 2016 年年中开始触底反弹，2018 年达到历史高点（2011 年）的 91%。**根据工程机械行业协会数据，2010-2011 年汽车起重机的销量达到历史最高，每年销量超过 3.5 万台，随后销量经过 5 年的缩量调整，2016 年年中开始触底反弹。2018 年，国内汽车起重机销量达 3.23 万台，同比增长 58%。2019 年上半年，国内汽车起重机总销量 2.5 万台，同比增长 50%。2019 年 6 月汽车起重机单月销量同比下滑 4.5%，我们认为一方面是因为步入销售淡季，另一方面是因为 2019 年一季度部分制造商促销刺激提前消化了需求。

**图表 6：汽车起重机经过 5 年的缩量调整，2016 年年中开始触底反弹**



来源：工程机械协会，国金证券研究所

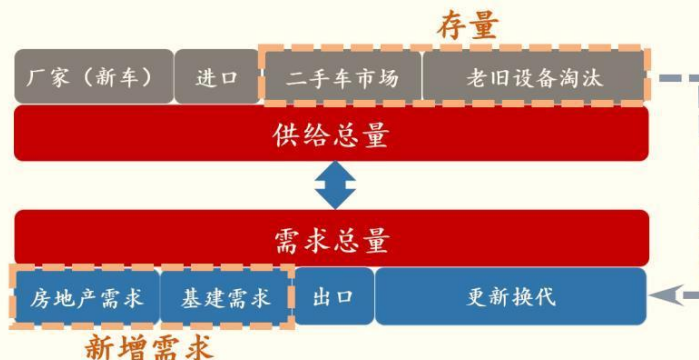
**图表 7：2019 年 1-6 月汽车起重机销量同比增长 50%**



来源：工程机械协会，国金证券研究所

### 3、下游更新需求+基建拉动，预计国内汽车起重机销量未来3年复合增长10%

图表 8：工程机械需求驱动：投资拉动、更换需求、环保升级、出口带动

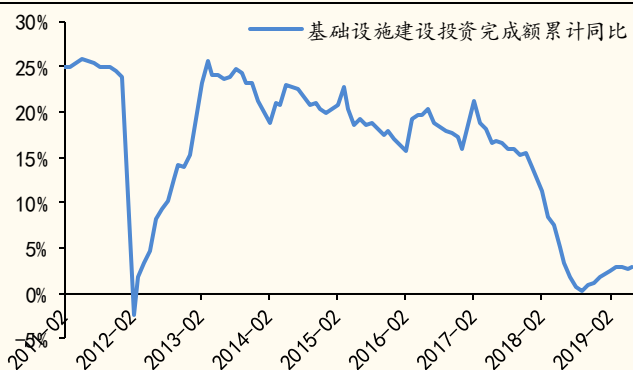


来源：国金证券研究所整理

#### 3.1、新增需求：下游基建增长带动保有量增长

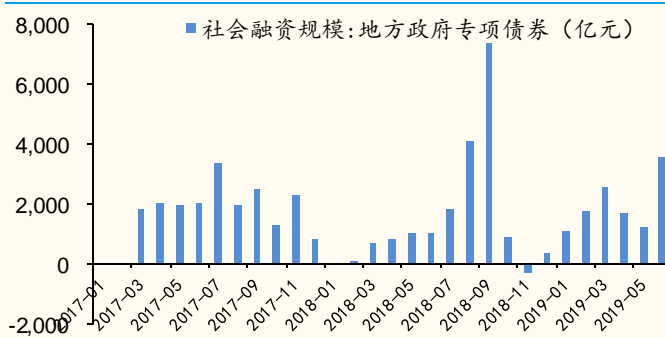
- **汽车起重机下游应用以基建为主**：整体来看，工程起重机的应用领域以基础设施建设为主，主要应用于公路、铁路、化工、水利、火电、风电及核电工程建设。汽车起重机的主要下游包括铁路（高铁、城际铁路及轻轨）、公路、水利、电力及化工等；履带式起重机及大吨位的汽车起重机下游包括电力、新能源、地铁及大型石化设备安装等。
- **基建增速略有回升，地方政府专项债大幅增加**。2019 年上半年基建投资增速 3%，较 2018 年增长 1.2pct。为强化逆周期调节，2019 年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年增加 8000 亿元，上半年专项债发行约 1.19 万亿元。2019 年 6 月，《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》提出允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，根据国金固收团队分析，乐观情形预计对全年基建投资增速拉动为 3.4pct，我们预测全年基建增速为 5%。

图表 9：2019 年来基建投资增速略有回升，上半年 3%



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：地方政府专项债发行规模大幅增加



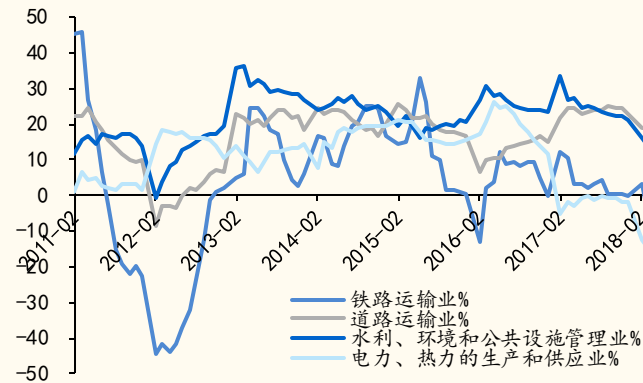
来源：wind，中国人民银行，国金证券研究所

- **基建投资中，交通运输、水电气热投资增速加速回升**。国家政策主导交通运输和能源供应投资，从汽车起重机应用领域来看，2019 年 1-6 月铁路固定资产投资增速大幅回升至 14.1%（2018 年全年铁路投资增速为 -5%）。
- **汽车起重机开机小时数增加，投资回收期缩短**。汽车起重机的开机小时数自 2016 年起持续提升，因为开工时间的加长使投资回收期由 2015 年的 6 年缩短至目前的 4 年，有利于提振客户购机信心。但值得注意的是 2019 年二季度开机小时数开始下滑，我们推测一方面是进入开工淡季，另一方



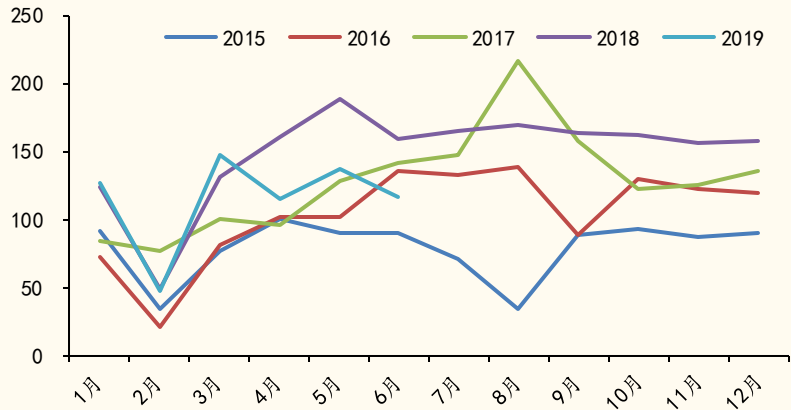
面是一季度汽车起重机销量较大，保有量的猛增使单台车的工作量下滑，6月销量也出现了下滑，保有量平滑后我们认为开机小时数会企稳回升。

图表 11：2019 年铁路/道路/水利固定资产投资增速企稳回升



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

图表 12：2016 年起汽车起重机开机小时数持续提升，2019 年二季度开始下滑

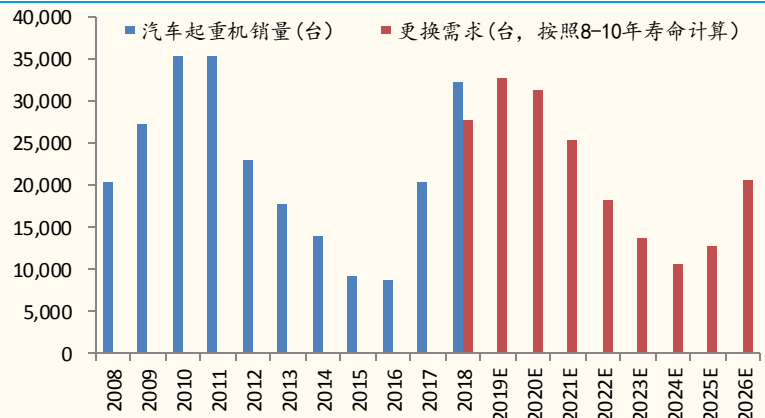


来源：徐工机械，国金证券研究所

### 3.2、更新需求：使用寿命+环保政策推动

■ 按照 8-10 年寿命测算，汽车起重机 2018-2021 年迎来更换高峰。

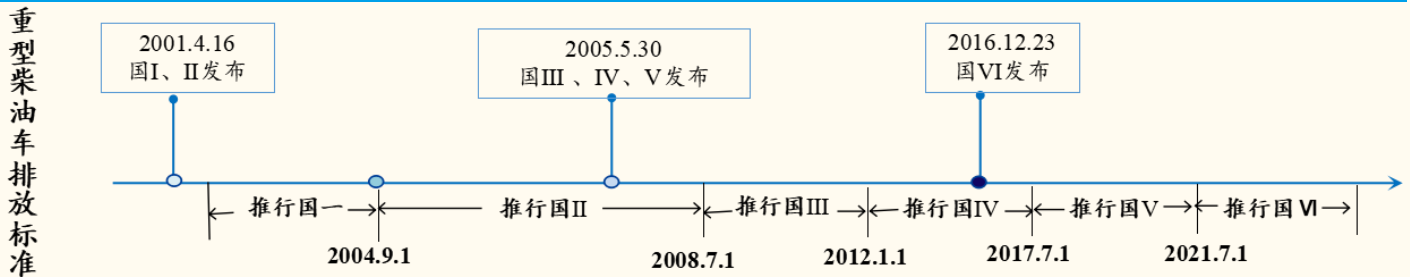
图表 13：汽车起重机：2018-2021 年迎来更换高峰（按照 8-10 年寿命测算）



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所测算（更换需求：某一年的更换需求用前 8-10 年每年销量的平均值表征）

- **环保更新：**汽车起重机是道路移动机械，其环保标准更为严格，存量设备报废清退彻底。根据生态环保部发布的关于发布国家污染物排放标准《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》的公告，重型柴油车自2021年7月1日开始推行“国六”，按10年寿命更新测算目前起重机的保有量中“国三”设备最多，占比36%。目前18个省市提前于2019年7月执行重型柴油车的“国六”排放标准（深圳市已于2018年11月实施），2019年开始“国三”面临加速淘汰。

图表 14：2021 年 7 月推行“国六”，存量设备有望加速淘汰



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

图表 15：“国三”设备保有量占比 36%，面临加速淘汰

	推行时间	销量	保有量	保有量占比
国二	2004. 9-2008. 7	-	-	-
国三	2008. 7-2012. 1	106465	84613	36. 06%
国四	2012. 1-2017. 7	82745	82745	35. 26%
国五	2017. 7-2021. 7	68308	68308	28. 68%
国六	2021. 7-			

来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

### 3.3、根据保有量增长和更换需求判断：2019-2021 年销量复合增长 10%

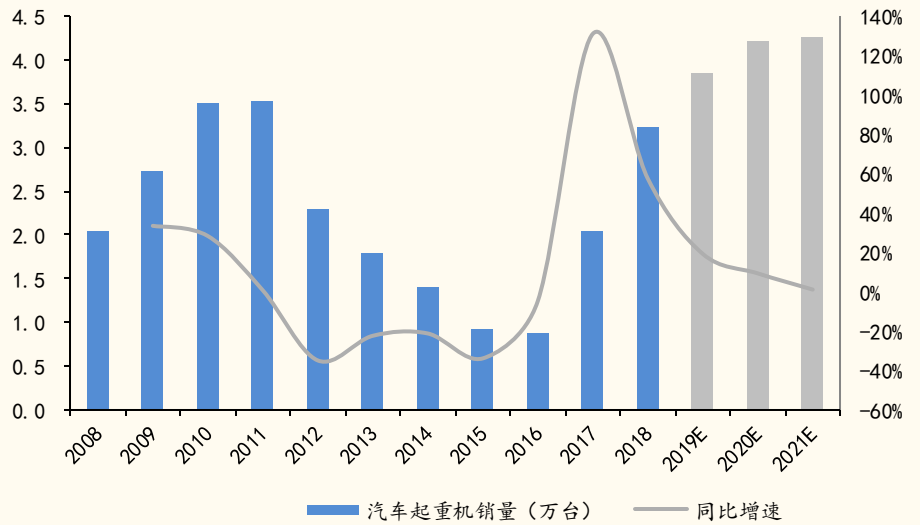
- 根据工程机械协会数据，按照 10 年使用寿命，截止到 2018 年底，测算国内汽车起重机保有量约为 22.4 万台。对于汽车起重机，下游应用基本在基建领域，基建的固定资产投资增速与汽车起重机的保有量增速相关性较强，作为预测指标。
- 我们假设 2019-2021 年基建投资增速分别为 5%/3%/3%，则基本对应汽车起重机的工作量同样增加 5%/3%/3%（时间跨度短，不考虑价格及通胀因素）。不考虑开工小时的扰动，则基本可以判断设备的保有量需要增长相同的幅度来满足相应增加的工作量。我们将 10 年前的销量看做更新量，则可以得到 2019-2021 年汽车起重机的预测销量为 3.9/4.2/4.3 万台，同比增长 19%/9%/1%，3 年复合增长 10%。根据测算，2019 年起更新量占销量的比重已经超过了 70%。

图表 16: 汽车起重机预测模型: 2019-2021 年销量复合增长 10% (按照 10 年寿命测算, 单位: 万台)

	销量	保有量	保有量增速	新增量	更新量 (10 年前销量)	预测销量	销量增速	更新量/销量
2018	3.23	22.40				3.23		
2019E		23.52	5.00%	1.12	2.73	3.85	19.34%	70.94%
2020E		24.23	3.00%	0.71	3.51	4.22	9.37%	83.26%
2021E		24.95	3.00%	0.73	3.54	4.26	1.12%	82.95%

来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所测算, 标红为关键假设

图表 17: 汽车起重机销量预测: 2019-2021 增长 19%/9%/1%

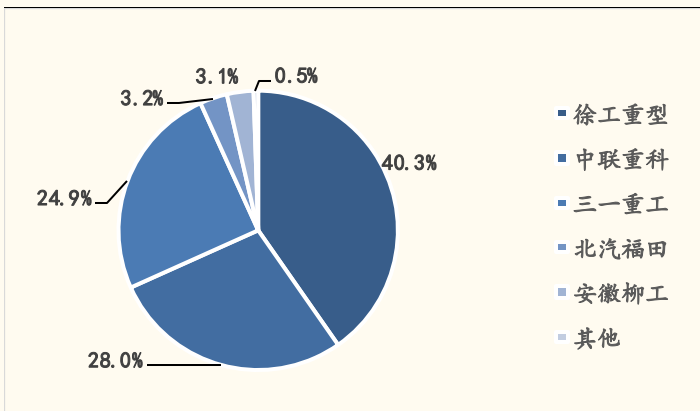


来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所测算

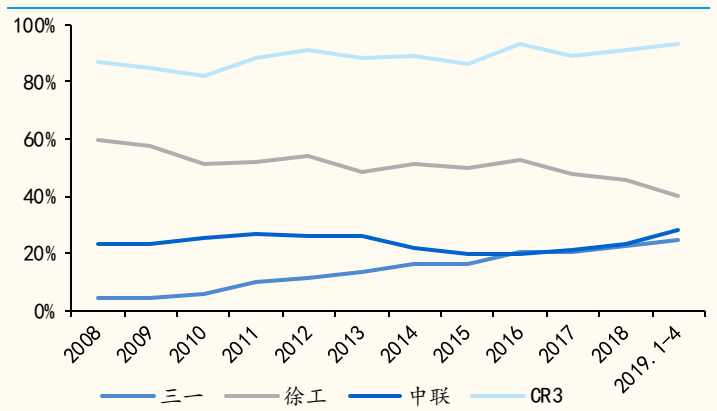
#### 4、竞争格局: 徐工汽车起重机全球市占率第一, 国内份额 40%。

- 2019 年 1-4 月徐工中国销量市场份额约 40%，中联 28%、三一 25%。国产品牌中，徐工、中联和三一的汽车起重机市占率总和近 90%。徐工长期以来国内销量市占率超过 50%，近三年市占率有所下滑。2018 年徐工受到产能限制，同时竞争对手三一与中联加速市场拓展，徐工在市场份额上滑。

图表 18: 2019 年 1-4 月徐工汽车起重机销量占比 40%



图表 19: 汽车起重机国内市场 CR3 超过 90%

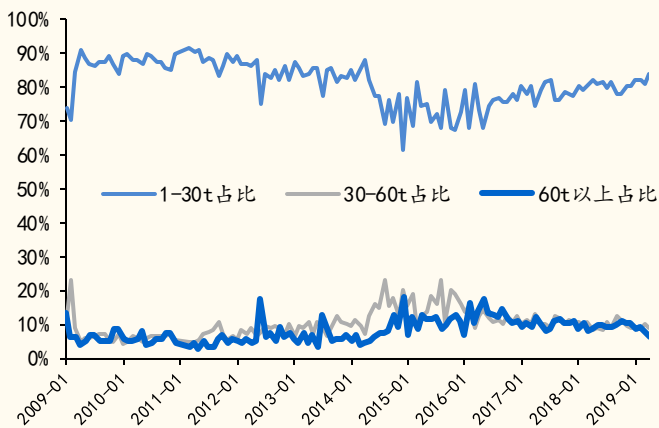


来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

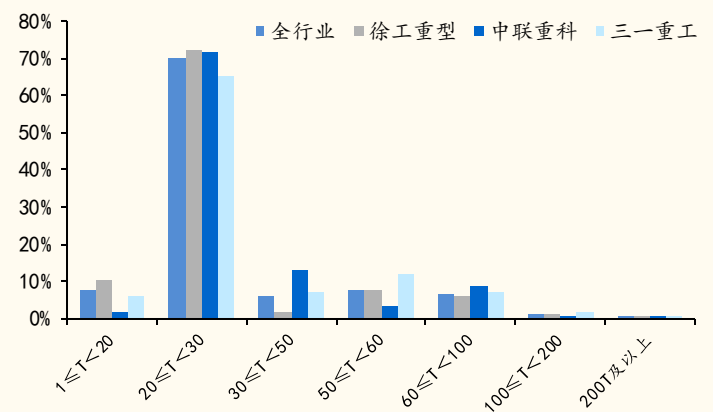
- 国内外的移动起重机应用场景不尽相同，海外品牌在国内无明显竞争优势。国内汽车起重机市场中 0-30t 的起重机销量占比接近 90%且 2017 年以来占比小幅提升，2019 年 1-4 月国内三家龙头企业生产 20-30t 机型的比例最大，均接近 70%。而国外欧美等成熟市场主要使用吨位较大的全路面起重机，以利勃海尔为例，其生产的起重机最小吨位为 35t。因而国外品牌在国内市占率很低。

图表 20：国内 0-30t 汽车起重机销量占比接近 90%



来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

图表 21：2019 年 1-4 月国内三家龙头企业生产 20-30t 机型的比例最大，均接近 70%



来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

- 根据 KHL 发布的 2018 年起重机全球制造商 10 强名单，在整个起重机领域，德国的利勃海尔销售额占据全球超过 1/4 的市场份额，徐工集团排名第二，中联和三一也分别位列全球第 5 和第 7 位。

图表 22：2018 年起重机全球制造商 10 强，徐工集团排名第二

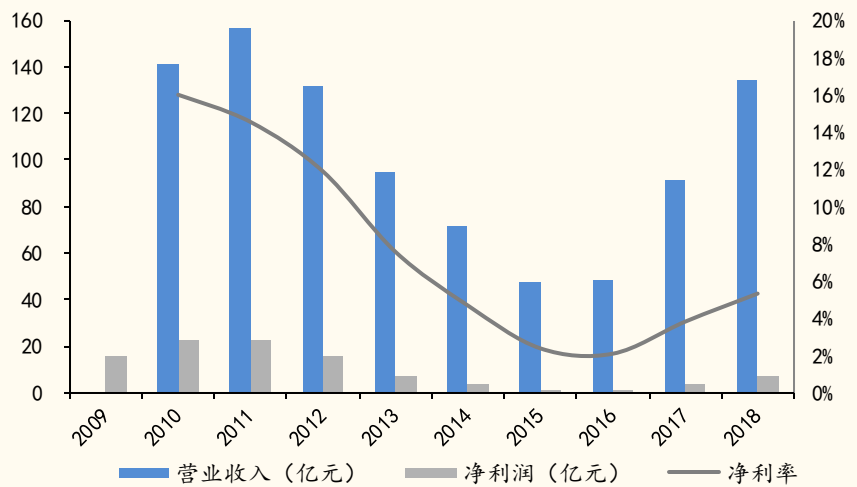
排名	公司	国家	成立日期	销售额 (亿美元)	增幅	销售份额	份额变化
1	利勃海尔	德国	1949 年	31.12	19.14%	26.67%	-0.16pct
2	徐工集团	中国	1989 年	16.34	107.09%	13.43%	4.49pct
3	马尼托瓦克	美国	1925 年	15.81	-1.97%	12.99%	-2.9pct
4	特雷克斯	美国	1925 年	11.94	-6.32%	9.81%	-2.75pct
5	中联重科	中国	1992 年	10.64	108.63%	8.74%	3.72pct
6	多田野	日本	1948 年	10.54	-4.66%	8.66%	-2.23pct
7	三一重工	中国	1989 年	8.06	106.55%	6.62%	2.78pct
8	住友建机	日本	1968 年	7.25	-0.47%	5.95%	-1.24pct
9	神钢	日本	1999 年	5.35	-6.96%	4.40%	-1.26pct
10	加藤制作所	日本	1935 年	4.66	-2.85%	3.83%	0.9pct

来源：KHL，国金证券研究所（销售额及销售份额为 2017 年年度数据，未找到 2018 年相同口径数据）

## 5、销售预测：预计起重机业务 2019-2021 年营收增速为 20%/10%/2%

- **起重机贡献公司一半利润，带动公司业绩反弹，净利率仍处低位。**2017 年收入端提升，净利率随之提升，2018 年达到 5.3%。我们判断净利率由于历史坏账以及二手车处理的原因还处在低位，未来仍具提升空间。
- 前面测算 2019-2021 年汽车起重机行业销量增速分别为 19%/9%/1%。公司目前占据 40%的国内市场，2019 年 1-4 月公司的销量增速低于行业整体，我们判断公司汽车起重机市占率将会维持或者小幅下滑。竞争对手低价及激进销售政策的竞争策略只是短期的，长期来看市场终会选择产品性能及性价比高的企业，徐工在这一领域深耕多年，二手设备残值率高。
- **履带和随车起重机也稳步回升。**2016-2018 年公司对履带起重机二手车集中清理现已基本出清，随车起重机价值量小坏账较少，预计 2019-2020 年整个起重机械业务营收增速分别为 20%/10%/2%。

**图表 23: 徐工重型 (汽车起重机) 2018 年收入增长 47%，净利率从 2016 年触底反弹**



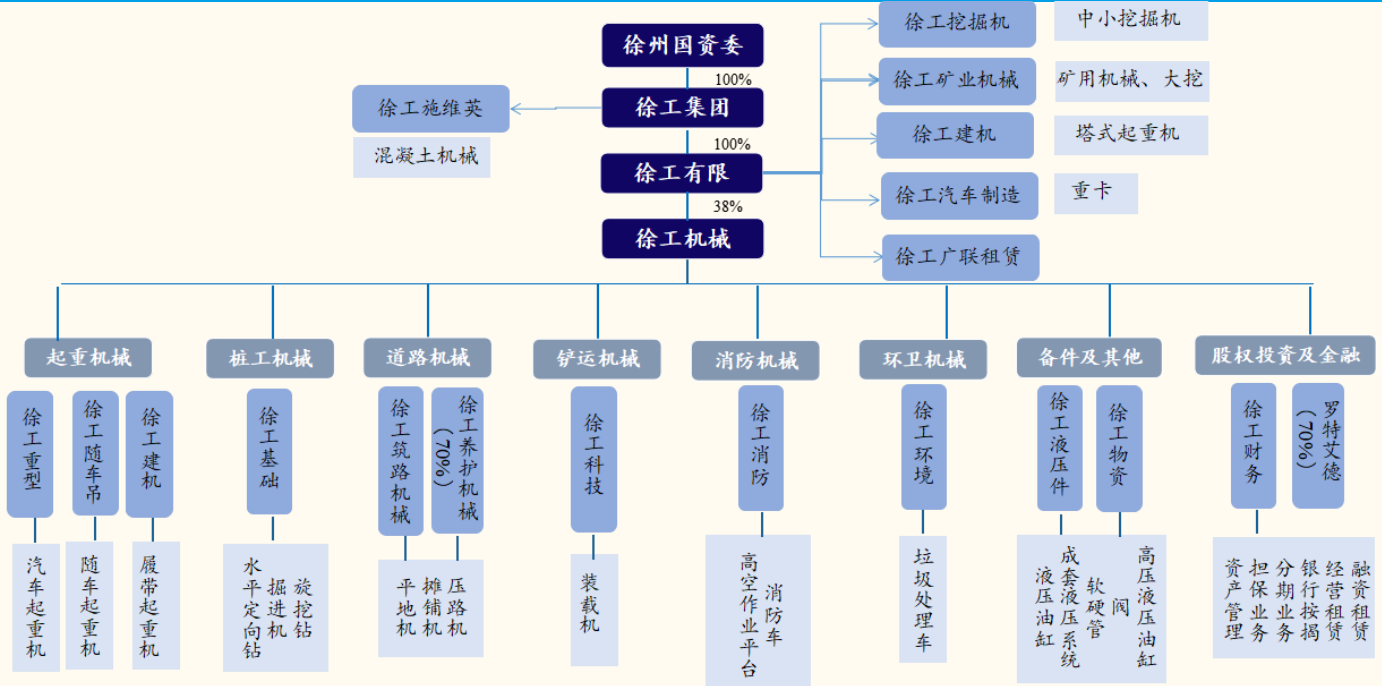
来源：公司公告，国金证券研究所

## 二、混改：为公司注入活力，优质资产有望注入，盈利能力有望提升

### 1、控股股东徐工有限混改方案获国资委批准

- 控股股东混改方案获批，年内有望获得实质进展，带来经营管理效率潜力释放。公司7月26日发布公告，公司控股股东徐工集团工程机械有限公司（简称“徐工有限”）混合所有制改革试点实施方案获得徐州市国资委审批通过。我们预计公司混改有望在2019年内完成。
- “双百行动”着力于健全企业法人治理结构、完善市场化经营机制、积极稳妥推进股权多元化和混合所有制改革、健全激励约束机制等方面。据此我们推断本次混改将引进除国有资本的战略投资者增加股权多元化，实施股权激励及员工持股计划以健全激励约束机制。
- 徐工有限层面拥有挖掘机、矿用机械以及塔式起重机等优质资产。公司1996年上市，2009年资产重组，形成母公司-上市公司-机械厂治理框架。主营业务6大工程机械主机、核心零部件、股权投资及金融服务。目前上市公司主营业务大致可分为核心3大主机事业部（起重机械、道路机械、铲运机械）、桩工机械、消防机械、环卫机械板块和核心零部件板块，以及金融服务事业部（主要负责财务、金融、股权投资等）。在控股股东徐工有限层面下还有挖掘机、矿用机械以及塔式起重机等优质资产。

图表 24：母公司-上市公司-机械厂治理框架，徐工有限层面还有挖掘机/矿机等优质资产



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

### 2、股权结构：预计国资比例降低、健全激励机制，为公司注入活力

- 国内工程机械上市公司中，徐工、柳工和山推股份实控人为地方国资管理机构，中联重科国有机构参股16%，实控人为自然人的三一重工以及零部件厂商恒立液压、艾迪精密在人均创利和净资产收益率方面表现更优异。

图表 25：国内主要工程机械企业实控人性性质及盈利能力对比

公司	市值 (亿元)	实控人	实控人性性质	人均创利 (万元/人)	上市后年化 ROE
三一重工	1117	梁稳根	自然人	36	18.69%
中联重科	420	无实控人, 湖南省国资委持股 16%		13	14.73%
整机	徐工机械	徐州市国资委	地方国资委	14	8.85%
	柳工	广西壮族自治区国资委	地方国资委	9	9.51%
零部件	山推股份	山东省国资委	地方国资委	2	6.17%
	恒立液压	汪立平	自然人	20	7.37%
	艾迪精密	宋飞	自然人	15	19.28%

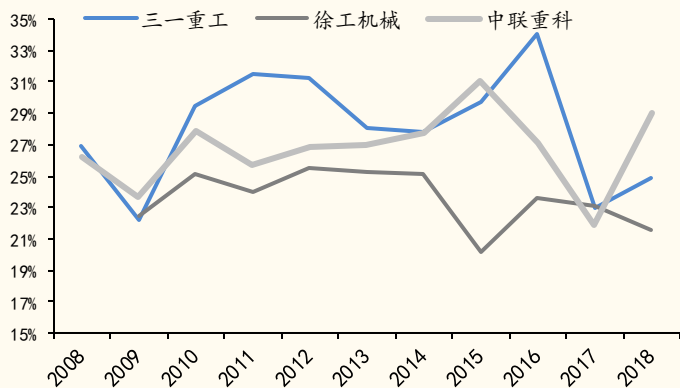
来源：公司公告，wind，国金证券研究所整理（市值为 2019 年 8 月 20 日收盘价，人均创利使用 2018 年净利润及员工人数）

■ 在股权激励方面，三一重工的高管激励比较充分。根据 2018 年年报，三一重工和中联重科的高管持股比例分别为 1.3% 和 0.57%（三一重工此比例不包括实际控制人股份），远超其他主机厂。建立风险共担、利益共享的中长期激励机制对于绑定高管、科研人员和技术骨干等群体，激发员工工作活力，奠定长期成长基础有很大的作用。

### 3、盈利能力：对标体制更为灵活的三一和中联，未来具备较大的提升空间

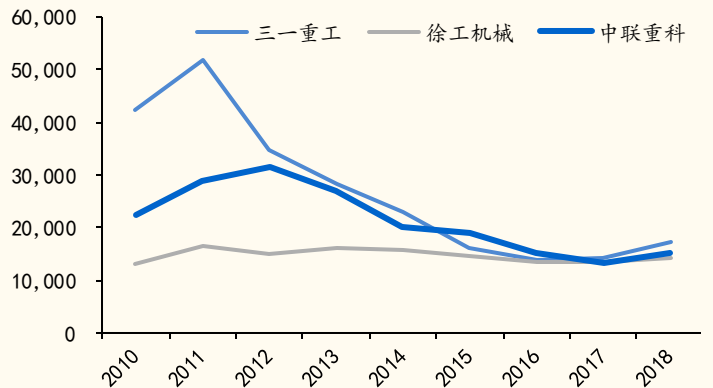
■ 为剔除不同产品毛利率差异影响，使用三家公司起重机械的毛利率进行对比，徐工低于三一和中联，在生产成本管控方面仍有提升空间。民营企业制度灵活，2012-2016 年三一重工通过裁员降低成本，2016 年员工人数不足巅峰时 1/3，对应的三一重工人均产出及人均创利显著领先。

图表 26：徐工起重机毛利率低于竞争对手



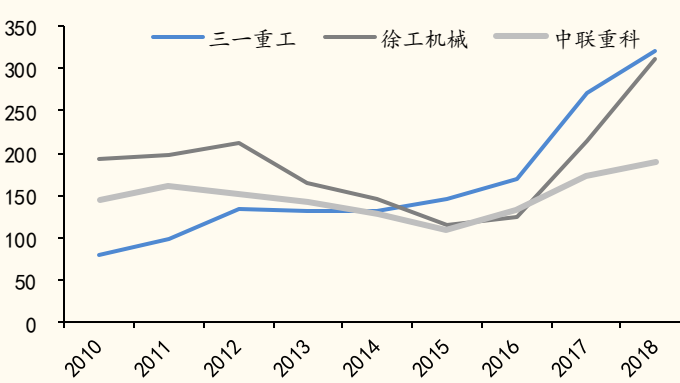
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：徐工机械员工人数保持较高稳定性



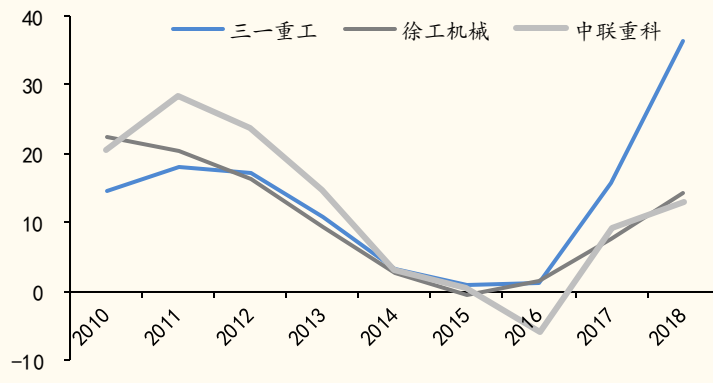
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：三一及徐工 2018 年人均产出超过 300 万元/人



来源：各公司公告，wind，国金证券研究所

图表 29：2018 年三一人均创利 36 万元远超徐工和中联



来源：各公司公告，wind，国金证券研究所

#### 4、优质资产：挖掘机业务大幅增长，市占率已至国内第二

##### 4.1、挖掘机行业：预测 2019-2021 年挖掘机销量增速为 11%/1%/6%

- **挖掘机需求驱动因素：下游基建地产等需求+出口需求+更换需求+环保要求+应用场景拓展。**与汽车起重机不同，挖掘机的下游应用更加广泛，除基建外还有房地产（主要使用中挖和小挖）和矿山（主要使用大挖）等应用。此外应用场景拓展也提供了新的需求，小挖对人工的替代作用以及近年来农村基建的大力发展支撑小挖销量持续走高；且挖掘机可以替代部分装载机的功能，2018 年装载机销量仅是上轮周期高点 2011 年的 44%，一部分原因也是受到挖掘机替代的影响。

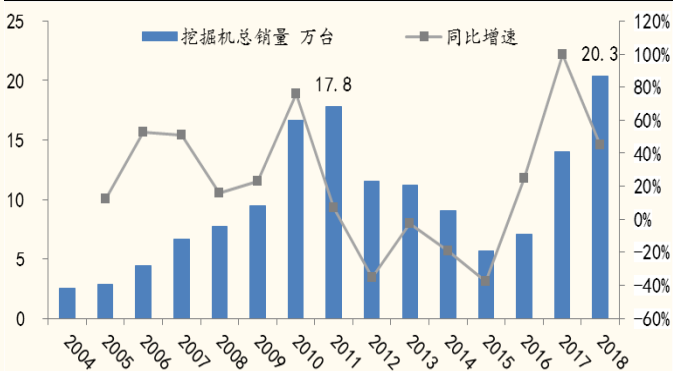
图表 30：挖掘机需求驱动：下游基建地产等需求+出口需求+更换需求+环保要求+应用场景拓展

1	新增需求（国内）：基建、房地产、采矿业、制造业、农村需求
2	新增需求（海外）：出口大幅增长、国产品牌产品对外资品牌的替代
3	更换需求（旧机淘汰）：通常挖掘机使用寿命 6-10 年，6-10 年之后需要淘汰旧机。测算旧机淘汰更换占 50% 以上需求。
4	更换需求（环保升级）：环保要求提升，低排放标准的挖掘机强制性退出市场
5	应用场景拓展：挖掘机人工替代及对装载机等的替代

来源：国金证券研究所整理

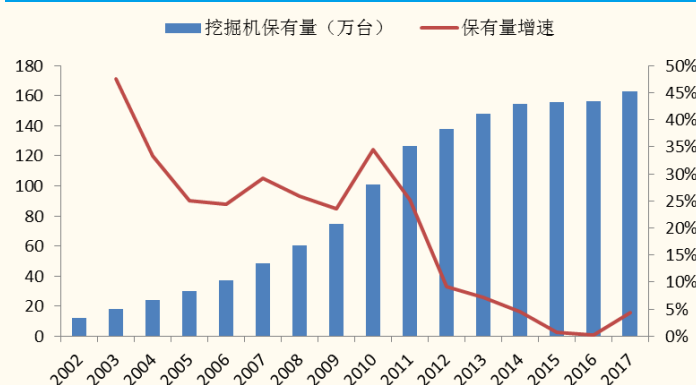
- 据中国工程机械工业协会数据统计，截止到 2017 年底，中国液压挖掘机保有量 155.7 万-168.6 万台。2018 年中国挖掘机销量 20 万台，同比增长 45%，销量创历史新高，2019 年 1-7 月销量 15 万台，同比增长 14%。

图表 31：2018 年中国挖掘机销量 20 万台，创历史新高



来源：工程机械协会，国金证券研究所

图表 32：2017 年中国挖掘机保有量 156 万-169 万台



来源：工程机械协会，国金证券研究所

- **预测模型 1：“专项债”政策托底基建，预计 2019 年挖掘机销量增长 10%左右。**（1）保守估计，假设 2019 年 8-12 月挖掘机每月月度销量零增长，则 2019 年全年销量为 22 万台，同比增长 9%。（2）2019 年 1-7 月基建投资同比增长 2.9%；房地产开发投资同比增长 10.6%。“专项债可用于项目资本金”政策托底基建，政策“逆周期”意愿强烈，基建投资回升是大概率事件。我们判断 2019 年全年基建增速 5%，房地产增速 5-10%，我们判断 8-12 月挖掘机销量增速有望高于零增长，2019 年全年有望达 10%左右。



**图表 33: 预测模型 1: 假设 8-12 月每月挖掘机销量零增长, 则全年销量 22 万台, 同比增长 9%**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	当月同比增速	累计同比增速
1 月	11,121	5,221	4,999	4,533	3,564	2,950	4,548	10,687	11,756	10.00%	10.00%
2 月	20,570	15,618	6,059	9,410	2,614	3,654	14,530	11,113	18,745	68.68%	39.91%
3 月	44,150	23,248	21,764	20,075	11,516	13,744	21,389	38,261	44,278	15.73%	24.51%
4 月	27,058	15,370	16,257	12,910	8,488	7,159	14,397	26,561	28,410	6.96%	19.13%
5 月	14,288	10,870	11,547	7,965	5,370	5,481	11,271	19,313	18,897	-2.15%	15.25%
6 月	10,443	8,287	8,328	6,311	4,158	4,449	8,933	14,188	15,121	6.58%	14.22%
7 月	7,665	5,886	6,351	4,616	3,236	3,664	7,656	11,123	12,346	11.00%	13.95%
8 月	7,864	5,495	6,221	4,494	3,016	4,370	8,714	11,588	11,588	0%	12.82%
9 月	8,868	5,905	6,837	4,559	3,185	5,459	10,496	13,408	13,408	0%	11.72%
10 月	8,922	5,921	7,447	4,975	3,394	5,816	10,541	15,274	15,274	0%	10.67%
11 月	8,908	6,657	8,004	5,184	3,860	6,664	13,822	15,877	15,877	0%	9.77%
12 月	8,495	7,105	8,590	5,475	3,948	6,910	14,005	16,027	16,027	0%	9.00%
<b>总销量</b>	<b>178,352</b>	<b>115,583</b>	<b>112,404</b>	<b>90,507</b>	<b>56,349</b>	<b>70,320</b>	<b>140,302</b>	<b>203,420</b>	<b>221,717</b>		
<b>同比增长</b>	<b>6.92%</b>	<b>-35.19%</b>	<b>-2.75%</b>	<b>-19.48%</b>	<b>-37.74%</b>	<b>24.79%</b>	<b>99.52%</b>	<b>44.99%</b>			

来源: 工程机械协会, 国金证券研究所 (黄色填充为假设值, 蓝色填充为假设对应的结果)

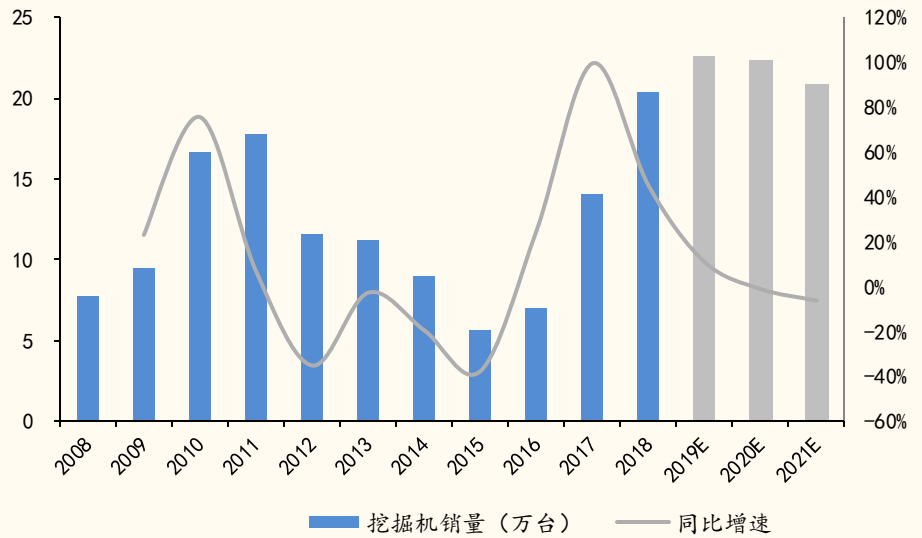
- 预测模型 2:** 我们取协会预测 2017 年挖掘机保有量的下限 156 万台, 将挖掘机销量分为内销和出口两部分进行预测。核心假设: 1) 根据挖掘机下游两个最大应用——房地产和基建的投资增速 (为剔除价格因素, 房地产选取新开工面积) 预测保有量 (即挖掘机全社会工作量) 的增长情况。2) 按 10 年寿命测算, 由于挖掘机是非道路机械, 环保更换制约相对较少, 第 n 年的更新量=第 n-11 年销量\*0.3+第 n-10 年销量\*0.4+第 n-9 年销量\*0.3。3) 假设 2019 年出口销量增长 35%, 2020-2022 年年均增长 20%。基于以上假设我们得到 2019-2021 年挖掘机销量增速为 11%、-1%、-6%, 更新量占内销销量的比例从 54%提升到 89%。

**图表 34: 预测模型 2: 2019-2021 年挖掘机销量增速为 11%/-1%/-6%**

	内销销量	保有量	基建投资增速	房地产新开工面积增速	保有量增速	新增量	更新量	内销预测销量	内销销量增速	更新量/内销销量	出口销量	出口增速	销量总计	销量增速
2017	13.06	156.00									0.97	32%	14.03	100%
2018	18.43	166.92	2%	17.2%	7%	10.92	7.51	18.43	41.12%	40.75%	1.91	97%	20.34	45%
2019E		176.10	5%	7%	5.5%	9.18	10.81	19.99	8.45%	54.07%	2.58	35%	22.57	10.94%
2020E		181.38	3%	2%	2.5%	4.40	14.57	18.97	-5.10%	76.79%	3.35	20%	22.32	-1.09%
2021E		185.01	3%	-1%	1%	1.81	15.09	16.90	-10.91%	89.32%	4.02	20%	20.92	-6.27%
2022E		188.71	3%	-3%	0%	0.00	12.66	12.66	-25.06%	100.00%	4.83	20%	17.49	-16.39%

来源: 工程机械协会, 国金证券研究所测算, 单位: 万台, 标红数据为关键假设, 参考基建投资、房地产新开工面积增速来预测保有量增速, 未设完全线性相关关系

图表 35：挖掘机：预测2019-2021年销量保持平稳后小幅下滑的趋势

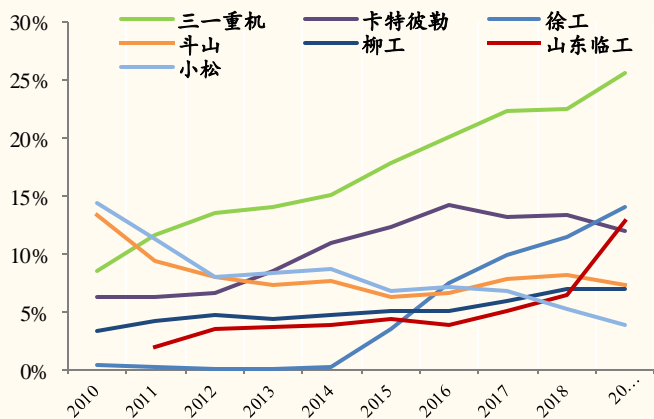


来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所测算

#### 4.2、市占率提升：2019年1-7月市占率14%，销量增长39%远超行业增速

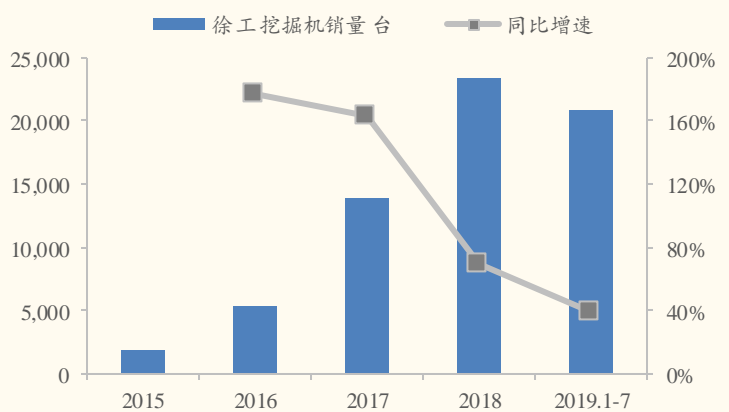
- 中国挖掘机市场竞争格局中，2018年徐工已经超过卡特彼勒成长为市占率第二的公司，2019年1-7月山东临工的市占率为12.8%已经超过卡特彼勒达到第三位。2015-2018年，公司挖掘机市占率从7.3%提升至11.5%。2019年1-7月，公司挖掘机市占率进一步提升至14%。
- 2019年7月徐工挖掘机销量4960台，同比大幅增长55%（同期行业增速11%）；2019年1-7月销量2.1万台，同比增长39%（行业增速14%）。

图表 36：2019年中国市场挖掘机市占率达14%左右



来源：中国工程机械协会，国金证券研究所

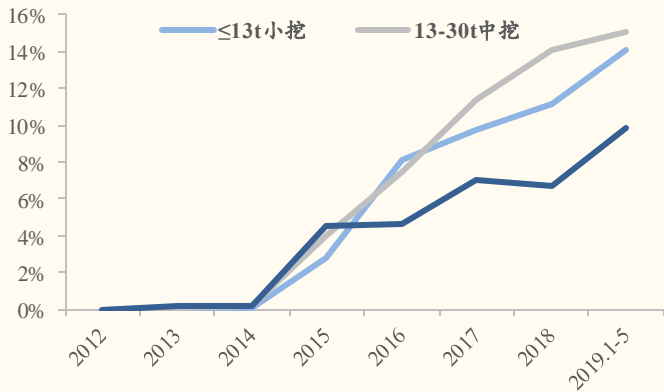
图表 37：徐工挖掘机2019年1-7月销量增长39%



来源：中国工程机械协会，国金证券研究所

- 从产品结构来看，大挖增速快有利于提升挖掘机业务盈利水平：2019年1-5月，公司小挖（≤13t）、中挖（13-30t）、大挖（≥30t）市占率分别为14%、15%、10%，较2018年同期分别提升2.9pct, 0.8pct, 3.1pct, 大挖和小挖市占率提升明显。同时大挖增速达到了59%远超行业9%的增速，由于大挖毛利率较高，大挖销量具备较高的增速有望提升公司挖掘机板块的盈利水平。

图表 38: 2019 年 1-5 月公司大中小挖市占率分别为 14%/15%/7%，中挖市占率具备优势



来源: 工程机械协会, 国金证券研究所

图表 39: 2019 年 1-5 月较去年同期, 小挖和大挖市占率提升较大

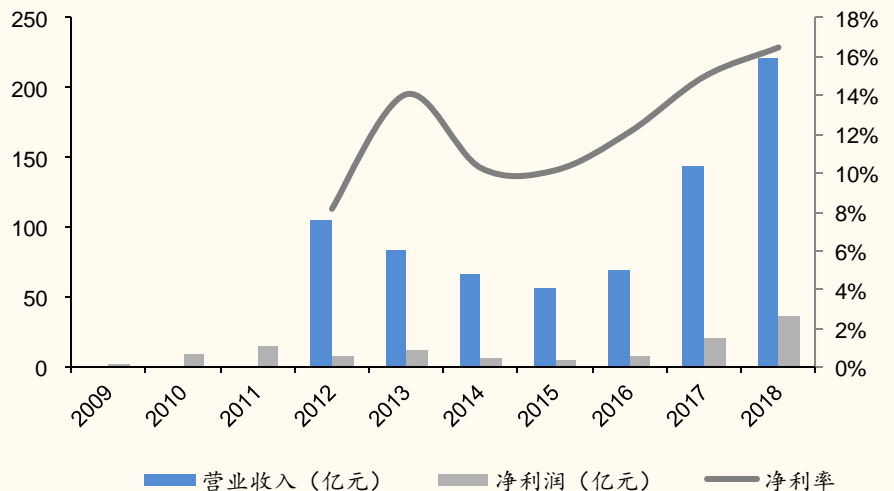
时期	指标	小挖 ≤13t	中挖 13-30t	大挖 ≥30t	合计
2018	徐工销量	6078	5259	1010	12347
	行业销量	53980	36848	15107	105935
	市占率	11.26%	14.27%	6.69%	11.66%
2019 .1-5	徐工销量	8945	6351	1608	16904
	行业销量	63377	42263	16446	122086
	市占率	14.11%	15.03%	9.78%	13.85%
市占率提升幅度		2.9pct	0.8pct	3.1pct	2.2pct
公司增速		47.17%	20.76%	59.21%	36.91%
行业增速		17.41%	14.70%	8.86%	15.25%

来源: 工程机械协会, 国金证券研究所

#### 4.3、营收及业绩: 2018 年挖掘机板块营收超百亿, 合理净利润约 10 亿左右

- 根据公司 2018 年报, 挖掘机事业板块收入超过百亿, 对照三一挖掘机子公司三一重机 2018 年的净利润率 16.5%, 以及参考三一重工整体净利润率 11%与徐工整体净利润率 5%的对比, 我们推测集团挖掘机业务板块 2018 年的合理净利润约在 10 亿左右。
- 2019 年全年公司挖掘机销量有望增长 30% (1-7 月同比增长 39%), 从 1-5 月数据看大挖增幅较大, 全年销售收入的增速有望超过 30%, 达到约 150 亿元。2020-2021 年公司有望继续提升国内市占率, 实现超过行业的增长速度。净利润方面, 通过混改后有望进一步管控成本, 实现利润率的提升。

图表 40: 2018 年三一重机净利润率 16.5%



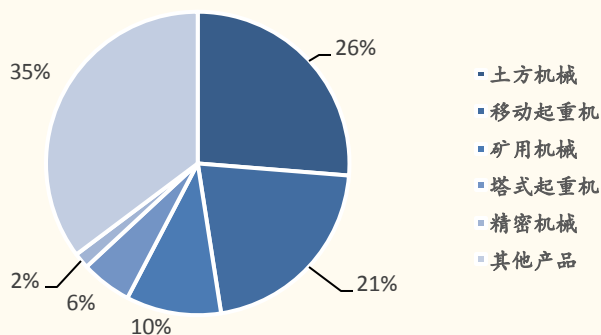
来源: 工程机械协会, 国金证券研究所

### 三、全球化布局：借鉴海外龙头发展路径，坚定国际化发展路线

#### 1、利勃海尔：全球起重机龙头，技术独立，抢占海外市场

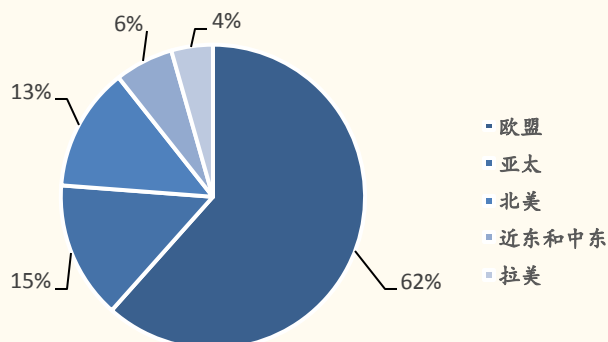
- 利勃海尔公司是一家德国公司，成立于 1949 年。利勃海尔在全球工程机械领域排名第八，2018 年实现工程机械收入 81 亿美元（占公司总收入的 65%），全球市占率 4.4%。2018 年公司起重机营收占比 27%（包括移动起重机和塔式起重机）约合 34 亿美元，市场份额全球第一，徐工集团起重机收入约合 27 亿美元排名第二（2018 年上市公司起重机收入 157 亿元，塔机收入约 20 亿）。
- **先进技术+海外拓展+特有组织结构铸就全球起重机龙头。**
- 1) 凭借德国人的严谨认真对技术的重视和大量资金的投入，公司掌握技术工艺中每一个关键技术，使得公司可以做到技术独立。
- 2) 公司在成立早期就采取国外和国内市场同时发展的海外拓展思路，1958 年开始陆续在欧洲、北美洲、南美洲和亚洲开辟多家工厂，1995 年进入中国，目前本土外收入占比超过 50%。
- 3) 利勃海尔公司是一家 100% 家族企业，内部组织结构分散，公司在决策方面保持着高度的自由性。集团政策的多样化使得公司在市场波动期间依然可以保持比较平稳的发展势头。

图表 41：2018 年利勃海尔移动+塔式起重机收入占比 27%



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 42：2018 年利勃海尔全球不同地区收入结构，德国本土外收入超过 50%

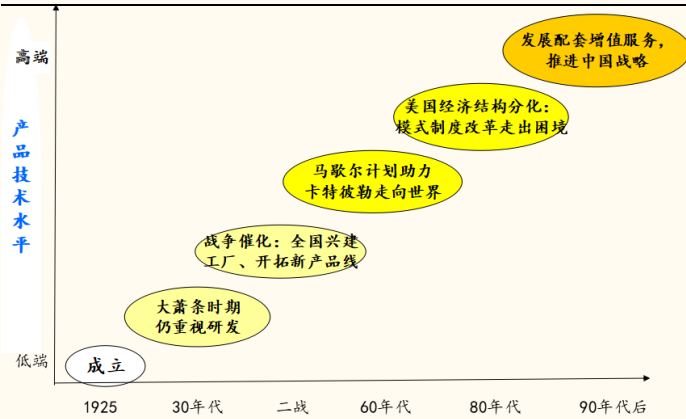


来源：Bloomberg，国金证券研究所

#### 2、卡特与小松：国际工程机械龙头，全球化布局对抗周期

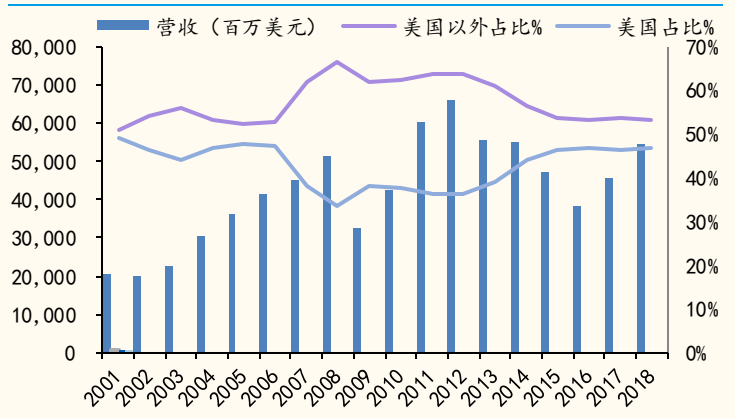
- **美国卡特彼勒全球化：**1925-1949 年立足本土市场，在全国范围内建立生产基地，1949-1980 年拓展发达国家市场，1980 年至今进军新兴市场，成立合资公司和生产基地。扩张方式从直接出口、建立海外销售办事处、成立合资公司到建设海外生产基地，逐步升级。步入 21 世纪，行业日渐成熟时，卡特彼勒致力于寻找新的增长点：发展配套增值服务、推进中国战略、注重品质提升和成本降低。
- 工程机械销量与建造支出相关性极高，美国工程机械市场在 2008 年金融危机时景气度下降，卡特彼勒通过海外市场的业务拓展提升业绩，帮助其快速从低谷走出。卡特彼勒面对的国内市场形势与我国工程机械企业相似，“卡特彼勒模式”对于中国企业有很强的借鉴意义，我国工程机械龙头三一重工是这一模式的积极实践者。

图表 43: 20 世纪 60 年代开始布局全球, 90 年代推进中国战略



来源: 工程机械协会, 国金证券研究所

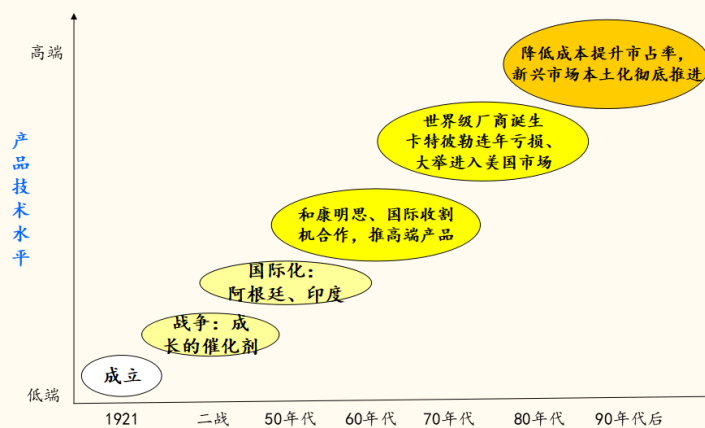
图表 44: 2008 年美国国内建造支出下滑时海外营收比例增加



来源: 工程机械协会, 国金证券研究所

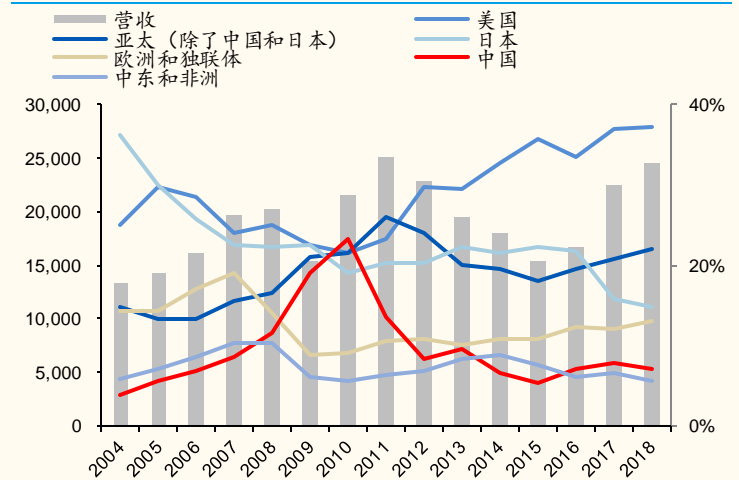
- 日本小松布局多个市场有效降低风险。小松的国际化程度非常高, 2018 年其在日本市场以外的营收占比高达 85%。在 2008 年金融危机前, 小松的营收主要来源于日本和美国。2008 年以后, 小松率先受益于中国市场的强劲复苏。随后伴随日本市场、美洲市场、亚洲市场的先后回暖, 小松本土外市场不断扩大, 2018 年占比已经达到了 85%, 其中美国在 2008 年之后占比不断提升目前达到 37%。小松的国际化策略, 有效对冲了部分国家市场出现波动的风险。

图表 45: 小松国际化自 20 世纪 50 年代开始不断推进



来源: 工程机械协会, 国金证券研究所

图表 46: 2018 年小松本土外收入占比 85%, 美国 37%



来源: 工程机械协会, 国金证券研究所 (营收单位: 百万美元)

### 3、徐工机械: 重视海外布局, 拓展全球市场

- 公司拥有布局全球的营销网络, 是国内最大的工程机械出口商之一。汽车起重机、压路机、平地机等多项产品出口市场份额第一。
- 控股股东徐工集团全球市场份额排名第 6。2019 年工程机械信息供应商英国 KHL 集团主导发布的全球工程机械制造商 50 强排行榜中, 公司控股股东徐工集团排名第 6, 2018 年实现 89 亿美元收入 (约合 610 亿人民币), 在全球市场上占据 4.8% 的市场份额。

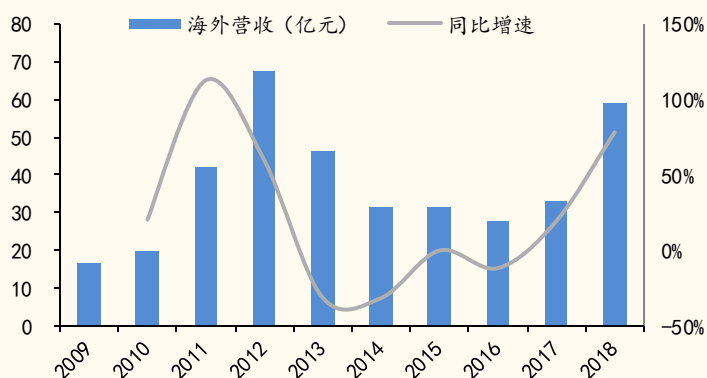
图表 47: 2019 年 KHL 排名: 徐工集团位列全球第 6

2019	2018/ Change	Company	Country	Construction Equipment sales (US\$ million)	Share of total
1	1	Caterpillar	US	23,230	12.6%
2	2	Komatsu	JP	22,010	11.9%
3	9	John Deere*	US	10,160	5.5%
4	3	Hitachi Construction Machinery	JP	10,132	5.5%
5	4	Volvo Construction Equipment	SE	9,627	5.2%
6	6	XCMG**	CN	8,898	4.8%
7	8	Sany**	CN	8,434	4.6%
8	5	Liebherr**	DE	8,095	4.4%
9	7	Doosan Infracore	KR	6,819	3.7%
10	10	JCB**	UK	5,500	3.0%

来源: 2019 Yellow Table, KHL, 国金证券研究所

- **坚持“走出去”战略:** 公司产品出口 183 个国家和地区, 汽车起重机、履带起重机、装载机、压路机、平地机、摊铺机六大产品出口总额居行业第一位。公司拥有强大的国际化拓展能力, 截至 2018 年公司在海外拥有 130 家经销商, 40 个办事处, 140 多个服务备件中心, 在巴西、俄罗斯、印度、印度尼西亚、哈萨克斯坦、美国等重点国家成立分子公司, 开展直营业务, 进一步夯实国际市场营销服务体系。2018 年公司海外收入 59 亿元, 占总营收比例 13.3%, 同比增长 78%, 欧洲区、中亚区出口总额分别同比增长 89%和 74%。
- **特色国际化发展模式+拓展路径:** 经过 20 多年的探索实践, 公司走出了一条独具特色的国际化之路, 形成了**出口贸易、海外绿地建厂、跨国并购和全球研发“四位一体”**的国际化发展模式, 可为全球客户提供全方位产品营销服务、全价值链服务及整体解决方案。“一带一路”布局进入收获期。欧美日的工程机械国际巨头全球布局较早具备渠道优势与客户黏性, 公司为避免与海外龙头竞争而布局“一带一路”国家, 目前这些国家地区在海外收入中约占 60%。
- **全球市场规模大, 徐工海外仍处于成长阶段。**全球工程机械市场规模庞大, 2018 年全球仅非道路工程机械销售额达到 1100 亿美元。从上市公司营收来看, 卡特彼勒/小松 2018 年工程机械营收分别为 232 亿/220 亿美元, 远高于徐工集团 89 亿美元(徐工机械 67 亿美元)。2018 年徐工机械海外营收不足 9 亿美元, 徐工集团海外营收约 20 亿美元, 在全球市场仍有较大的成长空间。

图表 48: 2018 年徐工海外营收 59 亿元, 占比 13%, 同比增长 78%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表 49：海外市场：公司性价比优势明显，维保售后服务体系逐步健全，品牌知名度逐步提升**

序号	主要因素	公司目前情况
1	品牌知名度	公司品牌在海外知名度与美国卡特彼勒、日本小松相比仍有些差距，但公司知名度在提示
2	核心技术	工程机械核心技术近 10 年来变化不大，公司和卡特彼勒、日本小松、利勃海尔的差距缩小
3	性价比	公司性价比好于外资品牌产品
4	维保等售后服务	公司在“一带一路”、非洲等国家和地区逐步建立子公司，采取直经销并重的销售模式，拥有更好的维修保养等售后服务，和当地领先的外资品牌差距在缩小。
5	差异化竞争	公司为避免与海外龙头竞争而布局“一带一路”国家，目前这些国家地区在公司海外收入占比中约占 60%。未来延续差异化竞争之路重点布局非洲、巴西、东南亚等地区。

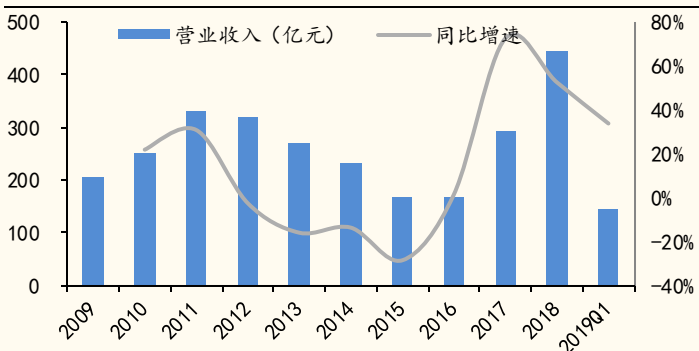
来源：国金证券研究所整理

#### 四、财务分析：利润率具备修复空间，表外风险释放，现金流好转

##### 1、营收与业绩周期波动较大，毛利率具备修复空间

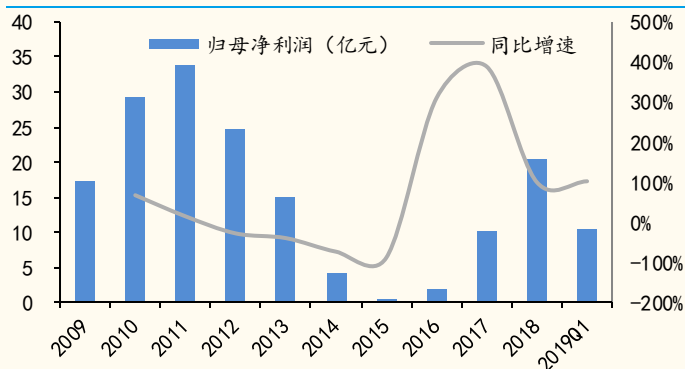
- **公司营收和业绩周期波动较大，2016 年触底反弹。**2018 年公司营收创历史新高达到 444 亿，较上一轮高点 2011 年增长了 35%。2018 年公司归母净利润为 21 亿元，较 2011 年 34 亿仍有 40%左右的差距。公司近期发布 2019 年中报业绩预告，公司归母净利润达 21-24 亿元，同比增长 90%-117%。

图表 50：2018 年营收超过历史高点（2011 年）35%



来源：公司公告，国金证券研究所

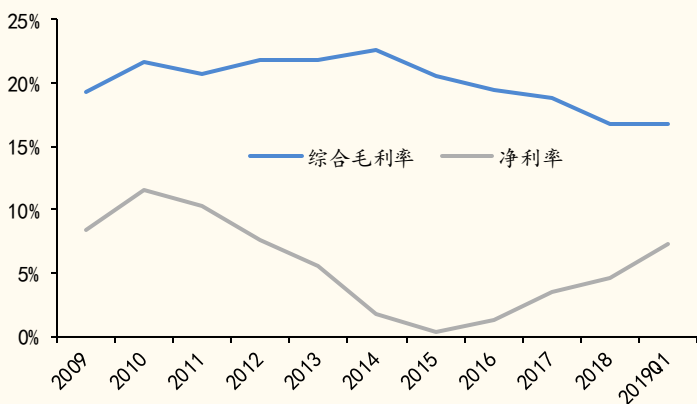
图表 51：2018 年归母净利润较历史高点（2011 年）仍有 40%空间



来源：公司公告，国金证券研究所

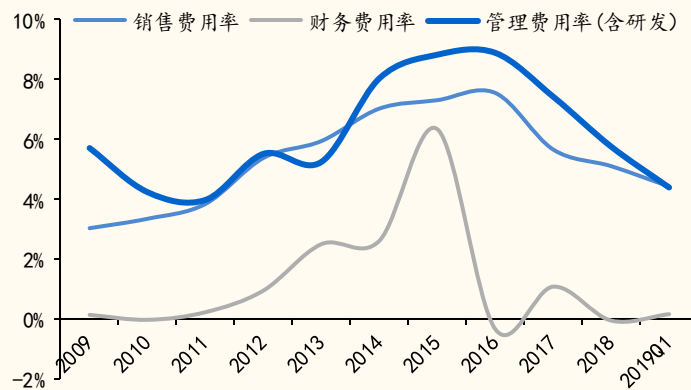
- **利润率分析：**公司 2014 年以来毛利率持续下滑的主要原因一方面行业整体下滑，需求缩减以及原材料和人工成本升高，另一方面是公司自身存在二手机等历史遗留问题，二手机销售毛利率偏低。2015 年以来公司管理费用率和销售费用率显著下降，净利率触底反弹。
- **根据对成本的分析判断公司毛利率仍具修复空间：**1) 原材料方面，主要原辅材料为钢材、电机、柴油机、液压件、控制电器、回转支承等，由于历史遗留问题基本出清，原材料成本压力减小。2) 人工成本方面，徐工人员数量相对刚性，2015 年周期低谷时人工成本相对偏高，未来随着智能化工厂的建设，这部分成本将进一步下降。

图表 52：2015 年以来公司毛利率下滑，净利率触底反弹



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 53：销售及管（含研发）费用率大幅下降



来源：公司公告，国金证券研究所



**图表 54：毛利率仍具修复空间，原材料及人工成本占营收比例有望下降**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	269.95	233.06	166.58	168.91	291.31	444.10
营业成本	213.30	173.56	132.43	136.07	236.29	369.98
原材料	195.46	156.40	113.76	115.40	207.43	325.80
原材料/营收	<b>72.41%</b>	<b>67.11%</b>	<b>68.29%</b>	<b>68.32%</b>	<b>71.20%</b>	<b>73.36%</b>
人工成本	8.96	8.56	6.75	5.57	9.80	12.72
人工成本/营收	<b>3.32%</b>	<b>3.67%</b>	<b>4.05%</b>	<b>3.30%</b>	<b>3.36%</b>	<b>2.87%</b>
燃料及动力	1.50	1.17	0.88	0.80	1.42	1.72
折旧费	4.14	4.34	4.50	3.66	4.22	5.05
其他	2.48	2.38	1.67	2.15	3.43	7.29
其他业务成本			4.86	8.49	10.00	17.40

来源：公司公告，国金证券研究所，单位：亿元人民币

## 2、销售政策趋紧，表外风险出清

- **公司近几年持续收紧销售政策，加强风控管理。**公司提供全额付款、分期付款、按揭贷款和融资租赁四种形式。2018 年公司通过按揭和融资租赁的销售金额占公司年度营收的比例分别为 5.06%、13.09%，分期的首付比例在 40%，按揭首付 25%。经历上轮周期惨痛教训，公司在信用销售占比及首付比例上保持谨慎，整体销售政策较为理性，行业风险可控。
- **信用销售政策对公司盈利能力影响较大。**分期付款模式下应收账款增加，现金流情况差。按揭贷款和融资租赁中对应的营业收入和现金流入相同，但表外或有负债增加。发生按揭延期时，表外或有负债转为应收账款并计提坏账；融资租赁违约时，主机厂回购设备，或有负债转为存货。故而销售政策信用扩张会增加应收账款和存货的潜在风险，通过资产减值损失影响净利润，并且使经营性现金流恶化，融资需求增加，提升财务费用。

**图表 55：不同销售政策对公司现金流以及盈利能力的影响**

付款方式	现金流	应收账款	或有负债	坏账计提	存货减值
全额付款	增加				
分期付款		增加			
按揭贷款	增加		增加	逾期时或有负债转为应收账款并计提坏账	
融资租赁	增加		增加		违约时或有负债转为存货，计提减值准备

来源：公司公告，国金证券研究所

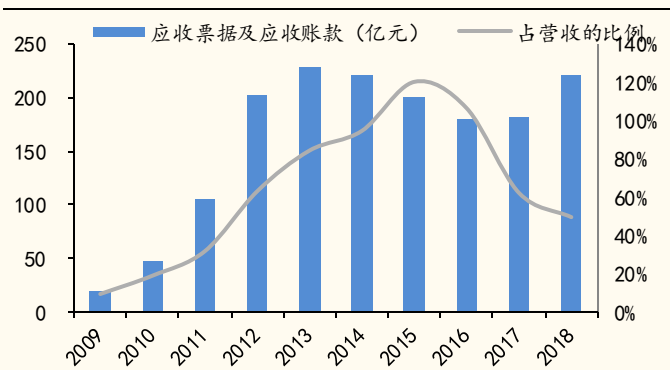
- **坏账损失计提充分，资产减值损失情况好转。**公司应收账款计提充分：计提比例 1 年以内（含 1 年）为 2%，1-2 年为 10%，2-3 年 50%，3 年以上 100%（三一重工和中联重科均为 5 年以上提取 100%）。2018 年公司坏账计提率达到了 14.5%。自 2015 年以来，公司应收账款余额与营业收入比值有所下降。2018 年资产减值损失为 7.5 亿，与营业收入比值为 1.7%，资产减值损失与营业收入的比值较高点大幅下降，说明公司的资产风险得到了有效控制。

图表 56：主要工程机械公司应收账款减值准备计提比例

账龄	徐工机械	柳工	三一重工	中联重科
1 年以内	2%	2%	1%	1%
1-2 年	10%	10%	6%	6%
2-3 年	50%	50%	15%	15%
3 年以上	100%	100%	-	-
3-4 年	-	-	40%	40%
4-5 年	-	-	70%	70%
5 年以上	-	-	100%	100%

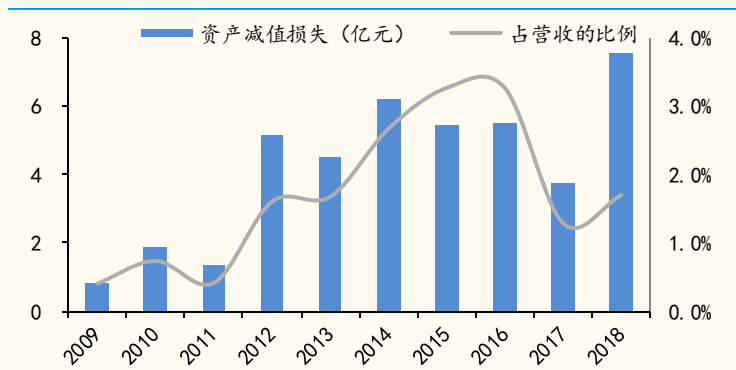
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 57：应收账款及应收票据占营收比例大幅下降



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 58：资产减值损失占营收比例较高点大幅下降



来源：公司公告，国金证券研究所

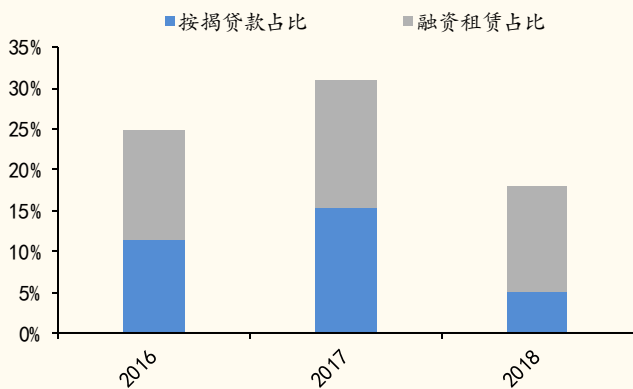
图表 59：2014 年后坏账计提率提升、计提充分，坏账损失占资产减值损失比例下降

	应收账款	坏账准备	坏账损失	资产减值损失	坏账损失/资产减值损失	坏账计提率	坏账发生率
2010	38.97	3.02	1.66	1.85	89.73%	7.75%	54.97%
2011	97.72	4.69	1.45	1.36	106.62%	4.80%	30.92%
2012	177.40	9.67	5.00	5.13	97.47%	5.45%	51.71%
2013	207.92	13.94	4.26	4.52	94.25%	6.70%	30.56%
2014	200.35	21.63	6.54	6.22	105.14%	10.80%	30.24%
2015	180.29	17.28	5.50	5.44	101.10%	9.58%	31.83%
2016	154.14	21.62	4.99	5.51	90.56%	14.03%	23.08%
2017	144.86	23.59	2.47	3.74	66.04%	16.28%	10.47%
2018	180.55	26.20	5.65	7.54	74.93%	14.51%	21.56%

来源：公司公告，wind，国金证券研究所整理，注：坏账计提率=坏账准备/应收账款，坏账发生率=坏账损失/坏账准备，单位：亿元人民币

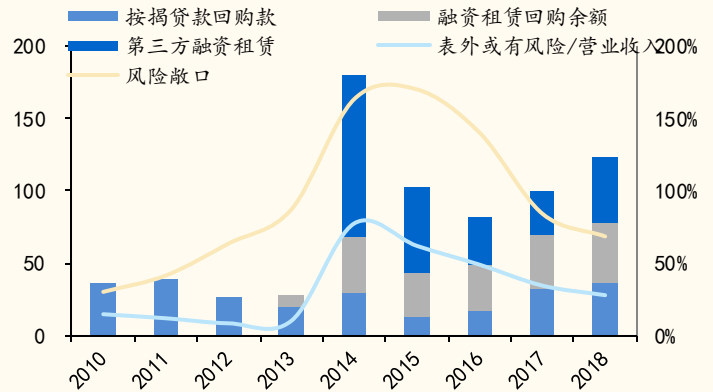
- 表外风险基本出清，公司信用销售担保余额较历史高点大幅下降。按揭贷款和融资租赁两种信用销售方式运行过程中，公司由于可能承担的回购义务，需要计入担保余额。截至 2018 年底，公司负有回购义务的按揭贷款和融资租赁余额合计 118 亿，较历史高点大幅降低。总风险敞口水平（表外风险以及应收账款风险）回落到 2013 年以前的水平，比例是 68.5%，较 2017 年下降了 15.7pct。过去几年激进的销售带来的风险基本已出清。

图表 60: 按揭及融资租赁比例下降



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 61: 表外或有风险下降

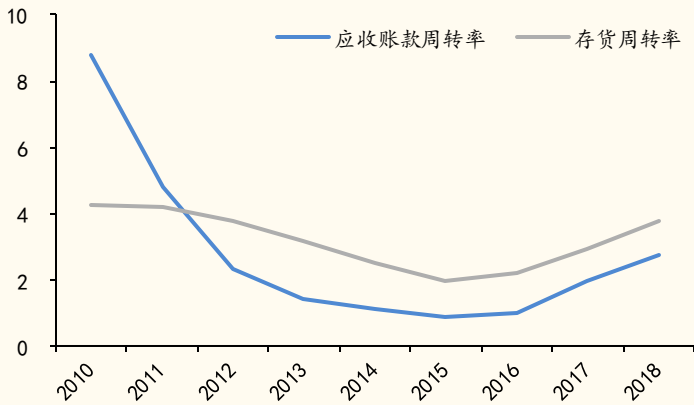


来源: 公司公告, 国金证券研究所, 注: 单位亿元, 风险敞口 = (表外或有风险 + 应收账款) / 营业收入

### 3、现金造血功能恢复迅速, 运营情况好转, 未来现金流有望持续好转

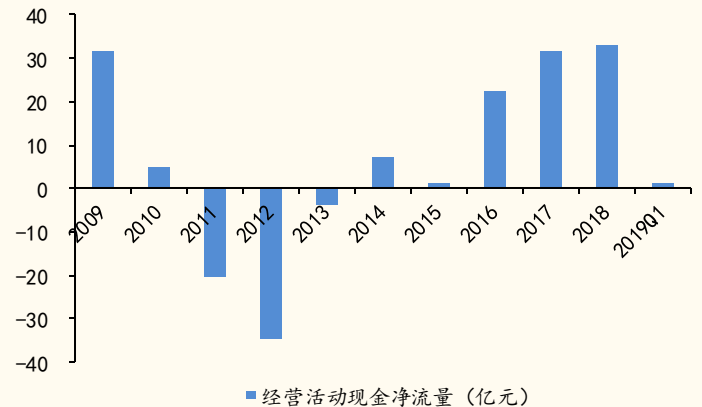
- **运营情况好转, 经营性现金流改善明显:** 公司从 2013 年开始已紧缩销售政策, 清理应收账款, 控制逾期, 公司强化风险控制, 维持较高的信用销售首付比例。目前公司运营情况好转, 存货及应收账款周转率触底回升, 经营性现金流已经大幅改善, 2018 年经营性现金流实现 33 亿元。
- **2019 年一季度现金流下滑主要原因是不同销售方式导致报表结构化差异:** 因为 2018 年及 2019 年一季度客户分期付款的比例提升 (2019 年一季度全款、分期、融资租赁及按揭的比例约为 34%、55%、7%及 4%, 基建补短板开建一批大工程中, 央企大客户采购徐工产品比重提升且偏好分期付款), 导致应收款增加现金流减少。未来销售结构调整, 现金流有望回暖。

图表 62: 应收账款周转率及存货周转率回升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 63: 经营性现金流加速好转



来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 五、盈利预测与估值分析：合理市值 450 亿元，“买入”评级

### 1、收入预测：预计 2019-2021 年增速为 21%/12%/6%

- 关键假设：
- 1) 汽车起重机：按照 10 年使用寿命计算，我们预测 2019-2021 年汽车起重机销量复合增速 10%。市场集中度持续提升，徐工的起重机份额有望维持或略有提升，2019~2021 年徐工起重机械的收入增速为 20%/10%/2%。
- 2) 铲运机械：下游以基建和矿山为主，收入增速以基建和矿山投资增速作为参考，龙头徐工的市场份额有望略升，预计 2019~2021 年铲运机械收入增速 15%/8%/5%。
- 3) 桩工机械：下游以轨道交通、城市地下综合管廊为主，近期国内轨道交通和综合管廊建设项目批复较多，我们预计 2019~2021 年桩工机械业务增速分别为 35%/20%/10%。
- 4) 压实和路面机械下游以公路投资为主，收入预计保持平稳。
- 5) 消防和环卫机械业务是公司的新兴业务板块，增速相对较快。其中消防机械中一半收入来源于高空作业平台，2018 年营收 6 亿。高空作业平台募投项目落地，2019 年预计实现 1500 台/月产能。国内高空作业平台处于快速发展的阶段，且国内多家厂商受到产能限制，预计徐工消防机械业务收入快速增长，2019-2020 年营收增速为 45%/30%/20%。
- 预计公司 2019-2021 年实现营收分别为 539/604/643 亿元，同比增长 21%/12%/6%；2019-2021 年公司营业收入的复合增长率达 13%。

图表 64：预计 2019-2021 年徐工机械营收增速为 21%/12%/6%

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>起重机械</b>						
销售收入 (亿元)	55	106	157	189	208	212
增长率 (YOY)	-5%	94%	48%	20%	10%	2%
毛利率	23.61%	23.11%	21.62%	22.00%	22.50%	22.70%
<b>工程机械备件</b>						
销售收入 (亿元)	28	51	89	107	120	129
增长率 (YOY)	9%	84%	73%	20%	12%	8%
毛利率	12.98%	8.08%	10.19%	11.50%	11.80%	12.00%
<b>铲运机械</b>						
销售收入 (亿元)	24	36	50	58	62	65
增长率 (YOY)	12%	48%	40%	15%	8%	5%
毛利率	17.10%	20.29%	17.35%	18.50%	18.90%	19.30%
<b>桩工类机械</b>						
销售收入 (亿元)	20	33	49	66	78	87
增长率 (YOY)	9%	70%	47%	35%	18%	12%
毛利率	22.19%	22.38%	19.66%	21.00%	21.40%	21.90%
<b>压实机械</b>						
销售收入 (亿元)	10	13	17	18	20	21
增长率 (YOY)	2%	40%	24%	10%	8%	5%
毛利率	22.66%	0.00%	0.00%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>环卫机械</b>						
销售收入 (亿元)		11	15	20	24	27
增长率 (YOY)			36%	30%	20%	15%
毛利率			0.00%	12.50%	13.00%	13.50%
<b>消防机械</b>						
销售收入 (亿元)	6	8	13	19	24	29
增长率 (YOY)	25%	40%	58%	45%	30%	20%

毛利率	26.74%	0.00%	0.00%	21.00%	21.50%	22.00%
销售总收入 (亿元)	169	291	444	539	604	643
增长率 (YOY)		72%	52%	21%	12%	6%
销售总成本 (亿元)	136	236	370	441	492	522
毛利 (亿元)	33	55	74	99	113	121
平均毛利率	19.44%	18.89%	16.69%	18.28%	18.65%	18.85%

来源: wind, 国金证券研究所

## 2、净利润预测: 预计 2019-2021 年净利润复合增长率达 36%

- 毛利率: 根据本文 5-1 小节对利润率的分析及图表 57, 我们预计公司综合毛利率水平将持续回升, 2019~2021 年分别为 18.3%、18.7%和 18.9%。
- 期间费用率: 销售和管理人员工资薪酬相对刚性, 收入规模扩大, 费用率降低, 预计研发费用率保持 4%较为稳定。资本开支将略有增加, 预计财务费用率未来将稳中略升。

图表 65: 预计 2019-2021 年销售/管理费用率略降, 研发费用率持平

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	7.56%	5.67%	5.11%	4.5%	4.4%	4.3%
管理费用率	8.9%	7.44%	1.76%	1.6%	1.5%	1.4%
研发费用率			4.01%	4%	4%	4%

来源: wind, 国金证券研究所

- 预计公司 2019-2021 年归属于母公司净利润分别为 35/45/52 亿元, 增长 73%/28%/15%, 复合增速 36%。

## 3、估值分析: 合理市值 450 亿元, “买入”评级

- 预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.45/0.58/0.66 元; PE 为 9.8/7.7/6.7 倍。全球主要工程机械龙头: 海外对标巨头美国卡特彼勒, 2019 年美国卡特彼勒、日本小松平均 PE 为约 9.5 倍, 2020 年美国卡特彼勒、日本小松平均 PE 为 9 倍。
- 对比卡特彼勒和小松 2020 年 9 倍 PE, 徐工 2020 年 7.7 倍 PE 存在低估。且徐工 2019PB 仅为 1.1 倍, 具有较高的安全边际。给予公司 2020 年 10 倍 PE 估值, 市值具有 30%的上涨空间, 合理市值 450 亿元, 6-12 月目标价 5.7 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 考虑混改后挖掘机注入: 主要盈利的挖掘机 2018 年合理净利润约为 10 亿元, 我们预计 2019 年收挖掘机营收增长 30%, 2020 年增长 10%, 净利润率从 2018 年的 8%提升至 10%, 预计 2020 年挖掘机实现净利润 17 亿; 挖掘机如果注入上市公司, 我们给予 12 倍 PE, 我们认为徐工集团挖掘机业务合理估值可能超 200 亿元。

图表 66: PE 估值: 对比三一和中联, 公司市盈率偏低

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得、彭博一致预测均值)			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
1	600031	三一重工	13.95	1.24	1.42	1.55	11.3	9.8	9.0
2	000157	中联重科	5.52	0.49	0.58	0.65	11.3	9.5	8.5
3	000528	柳工	6.29	0.75	0.88	0.95	8.4	7.2	6.6
4	CAT.N	卡特彼勒	115.3	12.18	12.71	13.24	9.5	9.1	8.7

5	6301.T	小松制作所	2308.0	245.87	260.88	258.52	9.4	8.8	8.3
	中位数						9.5	9.1	8.7
	平均数						10.0	8.9	8.2
	<b>000425</b>	<b>徐工机械</b>	<b>4.30</b>	<b>0.44</b>	<b>0.58</b>	<b>0.67</b>	<b>9.8</b>	<b>7.7</b>	<b>6.7</b>

来源: wind, 国金证券研究所 (股价为 8.20 收盘价, 卡特彼勒、小松及利勃海尔的股价及 EPS 单位为本国货币单位, PE 可比)

**图表 67: PB 估值: 2019 年徐工 PB1.22 倍, 具备较高的安全边际**

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	BPS (万得一致预测均值)			PB		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
1	600031	三一重工	13.95	4.85	5.97	7.19	2.88	2.34	1.94
2	000157	中联重科	5.52	5.31	5.74	6.22	1.04	0.96	0.89
3	000528	柳工	6.29	7.16	7.84	8.57	0.88	0.80	0.73
	中位数						1.04	0.96	0.89
	平均数						1.60	1.37	1.19
	<b>000425</b>	<b>徐工机械</b>	<b>4.43</b>	<b>4.18</b>	<b>4.62</b>	<b>5.12</b>	<b>1.06</b>	<b>0.96</b>	<b>0.87</b>

来源: wind, 国金证券研究所 (股价为 8.20 收盘价)

## 六、风险提示：基建地产投资不及预期，起重机销量不及预期

- **地产和基建投资低于预期：**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。
- **汽车起重机行业销量不及预期。**如果下游基建投资低于预期、环保政策推行不确定性加大，会对汽车起重机销量产生影响，从而冲击公司目前最主要的起重机业务。
- **全球贸易摩擦加剧风险：**公司国际化稳步发展，全球贸易保护主义抬头，大国博弈及全球政治经济的复杂性将给公司国际市场带来一定程度的不确定性。国内外经济同步增长但仍存在不确定性，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。
- **汇率风险：**公司存在一定数量的外币业务，如果相关币种汇率波动，将对公司财务状况产生一定影响。
- **原材料价格波动风险。**上游原材料价格通过成本对公司盈利产生较大影响，若上游原材料价格大幅增长，则公司会面临一定的压力。





### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	6	8	34
增持	0	5	9	9	22
中性	0	0	0	1	2
减持	0	1	1	1	1
评分	1.00	2.00	1.75	1.74	1.49

来源：朝阳永续

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH