

2019年03月04日

# 一年之“机”在于春，工程机械景气度展望

——工程机械行业系列深度之五

看好

## 相关研究

"低基数放大同比增速，绝对值创历史新高——10月挖机销量点评" 2018年11月7日

"增速钝化但绝对值高，预计Q4高销量确定性强——9月挖机销量点评" 2018年10月12日

## 证券分析师

周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com

## 研究支持

陈桢皓 A0230118040004  
chenzh@swsresearch.com

## 联系人

陈桢皓  
(8621)23297818×转  
chenzh@swsresearch.com

## 本期投资提示：

- **短期需求与中长期需求共振，我们认为3月主要工程机械销售“小阳春”仍将如期出现。短期需求，“降水效应”有望对冲“春节效应”：**元宵节后集中开工带来的集中设备采购是工程机械“小阳春”的主要驱动力，近10年来挖机M3销量占Q1总销量的比例稳定在50%以上，2018M3挖机销量为Q1总销量的63.70%，占全年销量的18.81%；汽车起重机M3销量占Q1总销量近年来也稳定在45%以上。2019年元宵节在2月19日，2018年则在3月2日，我们认为2019M3的“春节效应”相比2018年将减弱，部分需求在2月提前释放。**我们对2019M3需求看好的重要因素是今年长江流域持续的雨雪天气，“降水效应”抑制工程机械的正常需求，将2019M1-2甚至2018M12的部分需求“递延”至2019M3，与“春节效应”减弱对3月需求的负向影响形成对冲。中长期需求：**基建、地产、环保、更新齐发力，对2019年主要工程机械的基础需求形成有效支撑。
- **发展推演：2019年利润有望进一步超行业销量释放；龙头公司净利润仍有弹性。挖机：**我们测算得2019年三一挖机收入（报表口径）上下限分别为275/165亿元，挖机毛利上下限分别为118/64亿元，净利润上下限分别为60/31亿元。**汽车起重机：**我们测算得徐工、中联、三一2019年汽车吊净利润区间分别为9-17/4-8/4-8亿元。**塔机：**我们测算得中联重科2019年塔吊毛利上下限分别为34/18亿元，净利润上下限分别为13/6亿元。主要工程机械企业本轮经营健康度显著高于以往，资产质量有效改善，我们认为如果行业需求维持较高强度，细分产品的利润贡献可能突破测算上限，行业发展值得深入跟踪研究。
- **投资建议：**持续推荐国内工程机械“三巨头”**三一重工**（挖机市占率、综合吨位均处于上升通道，汽车起重机份额快速提升，混凝土设备2019年仍具弹性）、**徐工机械**（利润中心汽车起重机2019年销量仍有确定性弹性，公司起重机产品毛利率具备提升空间；有挖机资产注入预期）、**中联重科**（塔吊特别是大型PC塔优势明显，2019年行业需求弹性大；汽车起重机、混凝土2019年有望收入与毛利率同增），继续推荐产业链零部件优势企业**恒立液压**与**艾迪精密**。
- **风险提示** 若出现以下情况，将对工程机械产业链2019年的景气度与健康度产生较大影响：3月需求显著低于预期，地产、基建投资出现15%以上的下滑，挖机、汽车起重机、混凝土设备价格战严峻程度超预期，行业陷入信用战泥潭。



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 结论和投资建议

持续推荐国内工程机械“三巨头”**三一重工**（挖机市占率、综合吨位均处于上升通道，汽车起重机份额快速提升，混凝土设备 2019 年仍具弹性）、**徐工机械**（利润中心汽车起重机 2019 年销量仍有确定性弹性，公司起重机产品毛利率具备提升空间；有挖机资产注入预期）、**中联重科**（塔吊特别是大型 PC 塔优势明显，2019 年行业需求弹性大；汽车起重机、混凝土 2019 年有望收入与毛利率同增），继续推荐产业链零部件优势企业**恒立液压**与**艾迪精密**。

### 原因及逻辑

**短期需求与中长期需求共振，我们认为 3 月主要工程机械销售“小阳春”仍将如期出现。**短期需求，“降水效应”有望对冲“春节效应”，我们对 2019M3 需求看好的重要因素是今年长江流域持续的雨雪天气，“降水效应”抑制工程机械的正常需求，将 2019M1-2 甚至 2018M12 的部分需求“递延”至 2019M3，与“春节效应”减弱对 3 月需求的负向影响形成对冲。中长期需求：基建、地产、环保、更新齐发力，对 2019 年主要工程机械的基础需求形成有效支撑。

**发展推演：2019 年利润有望进一步超行业销量释放；龙头公司净利润仍有弹性。**

我们测算得 2019 年三一挖机净利润上下限分别为 60/31 亿元，徐工、中联、三一 2019 年汽车吊净利润区间分别为 9-17/4-8/4-8 亿元，中联重科 2019 年塔吊净利润上下限分别为 13/6 亿元。主要工程机械企业本轮经营健康度显著高于以往，资产质量有效改善，我们认为如果行业需求维持较高强度，细分产品的利润贡献可能突破测算上限，行业发展值得深入跟踪研究。

### 有别于大众的认识

市场认为，受 2019 年过年早影响，M2 透支了部分 M3 的工程机械需求，M3 以挖机为代表的工程机械销量可能显著低于去年同期。我们认为，今年长江流域持续的雨雪天气，“降水效应”抑制工程机械的正常需求，将 2019M1-2 甚至 2018M12 的部分需求“递延”至 2019M3，与“春节效应”对 3 月需求的负向影响形成对冲。

## 目录

### **1 审视需求：基建、地产建安叠加环保，2019 年有信心.....6**

- 1.1 基建：资金逐步到位，项目密集落地.....6
- 1.2 地产：总投资规模或相对稳定，建安等结构性需求有望增加.....8
- 1.3 环保：标准迭代在即，监测更加严格.....9
- 1.4 更新：2019 年汽车起重机、混凝土设备迎来高峰，挖机更新仍有带动..... 10
- 1.5 短期因素：天气对长江流域需求形成抑制，3 月需求应当密切跟踪 12

### **2 发展推演：不同需求强度下，行业龙头收入与利润测算..14**

- 2.1 挖机：三一重工利润绝对核心，2019 年净利润区间 31-60 亿元.... 14
- 2.2 汽车起重机：利润贡献有望远超 2018 年，三一、徐工、中联均可受益..... 16
- 2.3 塔吊：中联重科重要增量业务，2019 年收入贡献或超 80 亿元..... 17

### **3. 投资逻辑.....18**

- 3.1 三一重工..... 19
- 3.2 徐工机械..... 20
- 3.3 中联重科..... 21
- 3.4 恒立液压..... 22
- 3.5 艾迪精密..... 23
- 3.6 重点公司估值表..... 24

## 图表目录

图 1 : 2018 年基础建设固定资产投资额为 176183 亿元 .....	6
图 2 : 2018 年累计发行地方政府债 19460 亿元.....	6
图 3 : PPP 项目总投资额维持在 17 万亿元高位 .....	8
图 4 : PPP 项目落地率已经上升至 57%.....	8
图 5 : 房屋新开工与竣工面积保持平稳.....	8
图 6 : 房屋施工面积稳步增长.....	8
图 7 : 2018 年 TOP50 房企拿地金额与拿地面积同比分别-22.9%/-14.7% .....	9
图 8 : 建筑安装工程费用占比不断攀升 .....	9
图 9 : 2018 年 3 月挖掘机销量达到小高峰 ( 单位 : 台 ) .....	13
图 10 : 2018 年 3 月汽车起重机销量达到小高峰 ( 单位 : 台 ) .....	13
图 11 : 3 月挖机、汽车起重机销量占比大.....	13
图 12 : 2017 年塔吊销量同比+57.14% .....	17
图 13 : 2018 年庞源租赁塔吊吨米使用率较 2017 年明显提升 ( 单位 : % ) ...	17
图 14 : 2018Q1-3 三一重工营业总收入同比+45.88%.....	20
图 15 : 2018Q1-3 三一重工归母净利润同比+170.90% .....	20
图 16 : 2018Q1-3 三一重工毛利率/净利率较去年同期分别+1.04/+5.45pct	20
图 17 : 2018Q1-3 三一重工年化 ROA/ROE 较去年同期分别+5.13/+13.24pct	20
图 18 : 2018Q1-3 徐工机械营业总收入同比+58.17%.....	21
图 19 : 2018Q1-3 徐工机械归母净利润同比+93.85%.....	21
图 20 : 2018Q1-3 徐工机械毛利率/净利率较去年同期分别-2.10/+0.80pct .	21
图 21 : 2018Q1-3 徐工机械年化 ROA/ROE 较去年同期分别+0.55/+3.10pct	21
图 22 : 2018Q1-3 中联重科营业总收入同比+17.78%.....	22
图 23 : 2018Q1-3 中联重科归母净利润同比+1.60%.....	22
图 24 : 2018Q1-3 中联重科毛利率/净利率较去年同期分别+4.94/-0.76pct .	22
图 25 : 2018Q1-3 中联重科年化 ROA/ROE 较去年同期分别+0.03/+0.02pct	22
图 26 : 2018Q1-3 恒立液压营业总收入同比+55.92%.....	23

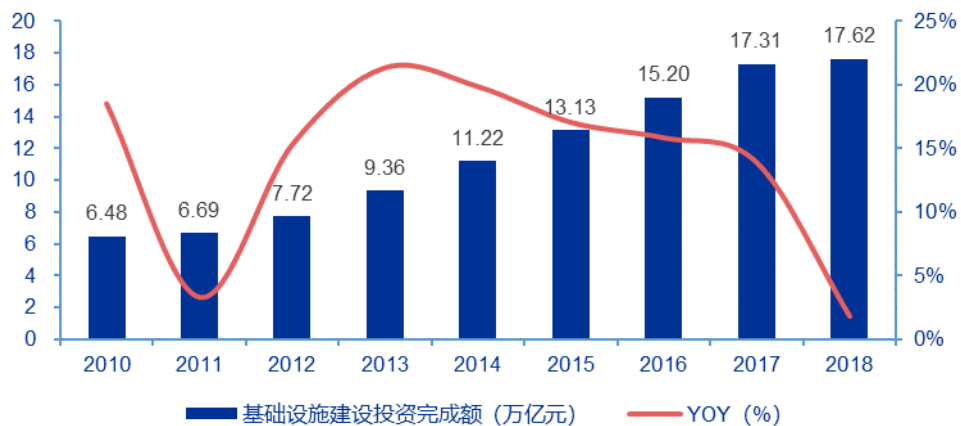
图 27 : 2018Q1-3 恒立液压归母净利润同比+160.38% .....	23
图 28 : 2018Q1-3 恒立液压毛利率/净利率较去年同期分别+4.50/+9.16pct	23
图 29 : 2018Q1-3 恒立液压年化 ROA/ROE 较去年同期分别+6.96/+13.01pct .....	23
图 30 : 2018 年艾迪精密营业总收入同比+59.15%.....	24
图 31 : 2018 年艾迪精密归母净利润同比+61.20%.....	24
图 32 : 2018 年艾迪精密毛利率/净利率较去年同期分别-0.63/+0.28pct .....	24
图 33 : 2018 年艾迪精密年化 ROA/ROE 较去年同期分别+0.17/+3.41pct...24	
表 1 : 2018-2019 年 2 月发改委新批复基建项目多 ( 统计截至 2019/3/2 ) ....	7
表 2 : 各省市国六排放标准实施时间不同 .....	10
表 3 : 我们测算得汽车吊与搅拌车“国三”设备存量约 4-6 万台 .....	10
表 4 : 我们测算得 2019 年汽车、履带、随车起重机更新需求分别为 30803/1713/7676 台 ( 单位 : 台 ) .....	11
表 5 : 我们测算得 2019 年混凝土泵车、搅拌车更新需求分别为 7825/39622 台 ( 单位 : 台 ) .....	11
表 6 : 我们测算得 2019 年挖机更新需求为 14.45 万台 .....	11
表 7 : 2018M12-2019M2 长江流域主要城市雨雪频繁 ( 雨雪天数 , 天 ) .....	12
表 8 : 按照历史经验往年 3 月挖机销量占全年销量比例高 .....	12
表 9 : 我们测算得 2019 年三一挖机利润区间在 31-60 亿元 .....	15
表 10 : 三一重工代理商服务覆盖全国 ( 表中所列仅为部分 ) .....	16
表 11 : 我们测算得 2019 年全行业汽车吊净利润区间在 18-32 亿元 .....	16
表 12 我们测算得徐工、中联、三一 2019 年汽车吊利润区间分别为 9-17/4-8/4-8 亿元 .....	17
表 13 : 我们测算得 2019 年中联塔吊净利润贡献在 6-13 亿元 .....	18
表 14 : 重点公司估值表 .....	24

# 1 审视需求：基建、地产建安叠加环保，2019 年有信心

## 1.1 基建：资金逐步到位，项目密集落地

基建国投总额维持高位，工程机械下游总需求有保障。2011 年起，基础设施建设固定资产投资完成额逐年高速增长，在连续 6 年大于 15% 的高速增长后，2018 年增速虽然明显放缓，但总额达 17.62 万亿元高位。本轮基建带来的总需求显著高于上轮，工程机械特别是挖机、汽车起重机总保有量有望继续膨胀。

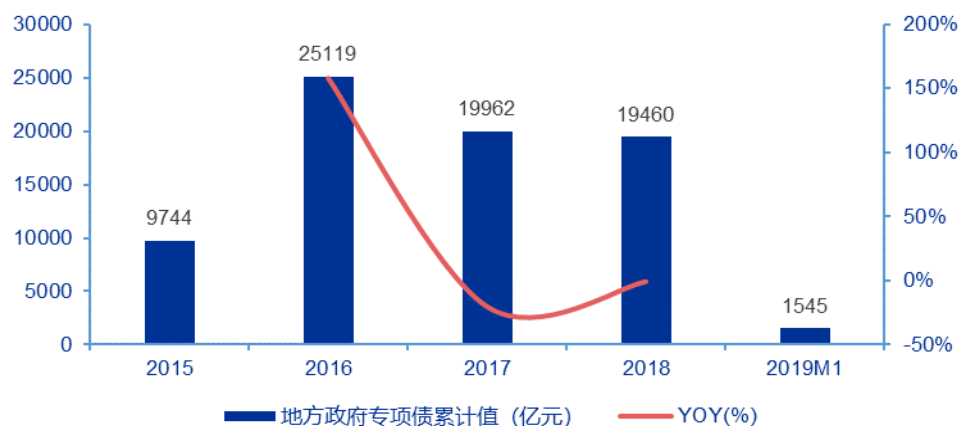
图 1：2018 年基础建设固定资产投资额为 176183 亿元



资料来源：国家统计局，Wind，申万宏源研究

国务院提前下达 2019 年 13900 亿元地方政府债新增债务限额，为基础设施建设提供资金保障。2018 年全国共计发行地方政府专项债券 19460 亿元；2018 年 12 月 29 日，全国人大授权国务院提前下达 2019 年 1.39 万亿元地方政府债新增债务限额。专项债的大规模发行为逆周期基建调节提供了一定的资金保障，有望为 2019 年工程机械需求提供一定支撑。

图 2：2018 年累计发行地方政府债 19460 亿元



资料来源：财政部，申万宏源研究



**2018年至2019年初发改委合计新批复2万亿元基建项目，中期对工程机械需求产生直接刺激。**2018年至2019年2月，发改委累计新批复基建项目25个，主要包括地铁、铁路、机场、水利工程等项目，总金额合计超2万亿元。基建项目批复项目明显增多，大量基建项目预计将促进以挖掘机械为代表的工程机械产品需求，为工程机械市场带来机遇。

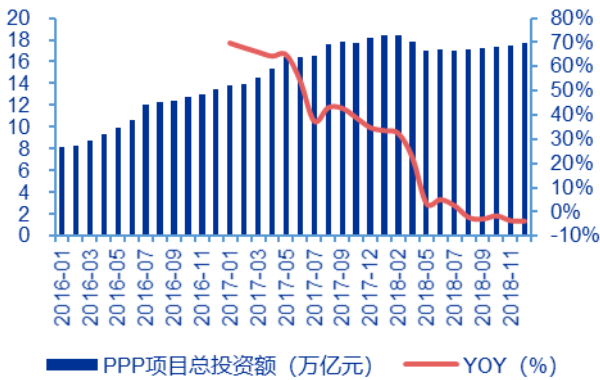
**表1：2018-2019年2月发改委新批复基建项目多（统计截至2019/3/2）**

分类	项目名称	文件编号	批准日期
地铁	武汉市城市轨道交通第四期建设规划（2019-2024年）	发改基础〔2018〕1915号	2018/12/25
	长春市城市轨道交通第三期建设规划（2019~2024年）	发改基础〔2018〕1778号	2018/11/30
	上海市城市轨道交通第三期建设规划（2018~2023年）	发改基础〔2018〕1831号	2018/12/11
	调整杭州市城市轨道交通第三期建设规划（2017~2022年）	发改基础〔2018〕1734号	2018/11/26
	调整济南市城市轨道交通第一期建设规划（2015~2019年）	发改基础〔2018〕1757号	2018/11/28
	重庆市城市轨道交通第三期建设规划（2018~2023年）	发改基础〔2018〕1748号	2018/11/21
	苏州市城市轨道交通第三期建设规划（2018~2023年）	发改基础〔2018〕1148号	2018/8/12
铁路	江苏省沿江城市群城际铁路建设规划（2019~2025年）	发改基础〔2018〕1911号	2018/12/26
	新建西安至延安铁路	发改基础〔2018〕1855号	2018/12/17
	广西北部湾经济区城际铁路建设规划（2019~2023年）	发改基础〔2018〕1861号	2018/12/13
	新建重庆至黔江铁路	发改基础〔2018〕1517号	2018/10/19
	新建上海经苏州至湖州铁路	发改基础〔2018〕1451号	2018/10/8
	新建包头至银川铁路银川至惠农段	发改基础〔2018〕972号	2018/7/2
	粤东地区城际铁路建设	发改基础〔2018〕687号	2018/5/4
	新建和田至若羌铁路	发改基础〔2018〕652号	2018/4/27
	新建北京至雄安城际铁路（调整）	发改基础〔2018〕263号	2018/2/9
	新建弥勒至蒙自铁路（调整）	发改基础〔2018〕132号	2018/1/18
机场	甘肃兰州中川国际机场三期扩建工程项目	发改基础〔2019〕319号	2019/2/19
	新建湖北鄂州民用机场工程	发改基础〔2019〕53号	2019/1/11
	陕西西安咸阳机场三期扩建工程	发改基础〔2019〕52号	2019/1/11
	连云港军民合用机场民用部分迁建工程	发改基础〔2019〕21号	2019/1/4
	呼和浩特新机场项目	发改基础〔2019〕4号	2019/1/2
	新建山东菏泽民用机场工程	发改基础〔2018〕1670号	2018/11/19
水利工程	乌鲁木齐机场改扩建工程	发改基础〔2018〕1298号	2018/11/13
	金沙江拉哇水电站项目	发改能源〔2019〕20号	2019/1/4
	长江下游芜裕河段航道整治工程	发改基础〔2018〕133号	2018/1/18

资料来源：发改委，申万宏源研究

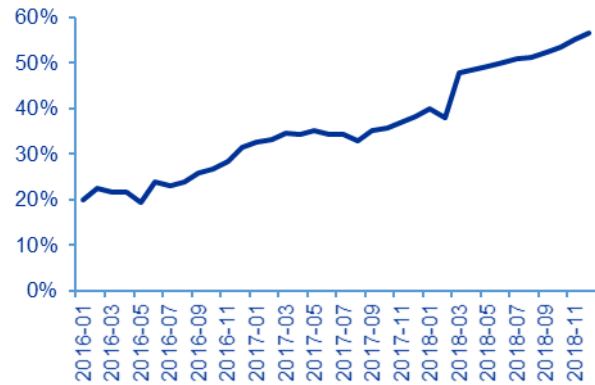
**PPP落地率不断提升，对基建仍有带动作用。**根据财政部数据显示，2018年各月，PPP项目总投资额相比去年同期小幅调整，但总投资额仍维持高位。同时PPP项目落地率从2016年1月的20%起，不断上升，2018年12月落地率已达57%。作为基础设施建设的新型模式，PPP项目再近两年总投资额增长迅速，对基建仍有带动作用，传导带动工程机械需求。

图 3：PPP 项目总投资额维持在 17 万亿元高位



资料来源：财政部，Wind，申万宏源研究

图 4：PPP 项目落地率已经上升至 57%

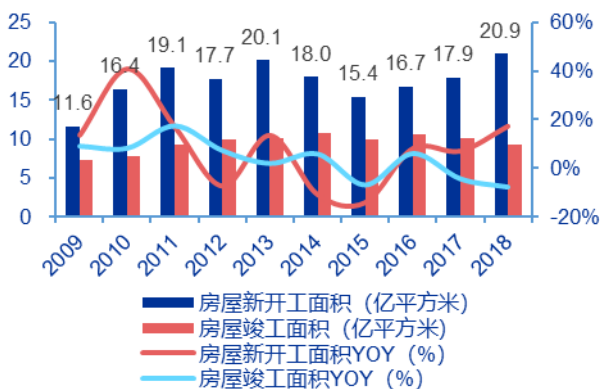


资料来源：财政部，Wind，申万宏源研究

## 1.2 地产：总投资规模或相对稳定，建安等结构性需求有望增加

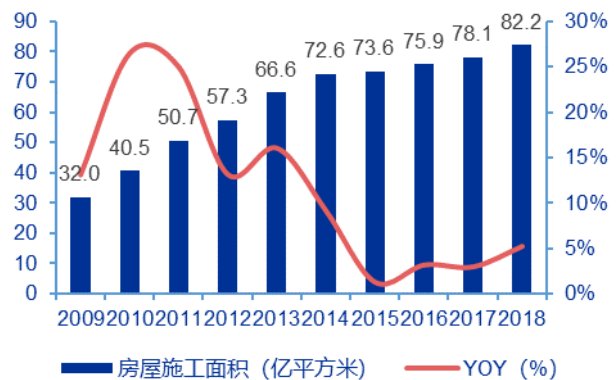
房屋新开工面积稳步增长，施工与竣工面积保持相对平稳。我国房屋施工面积近 3 年稳步增长，2018 年全年房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比+17.18%。2018 年全年房屋施工面积 82.23 亿平方米，实现逐年小幅增长，同比+5.22%。2018 年房屋竣工面积 9.36 亿平方米，同比-7.82%，稍有回落，但相对而言仍保持平稳。

图 5：房屋新开工与竣工面积保持平稳



资料来源：国家统计局，Wind，申万宏源研究

图 6：房屋施工面积稳步增长

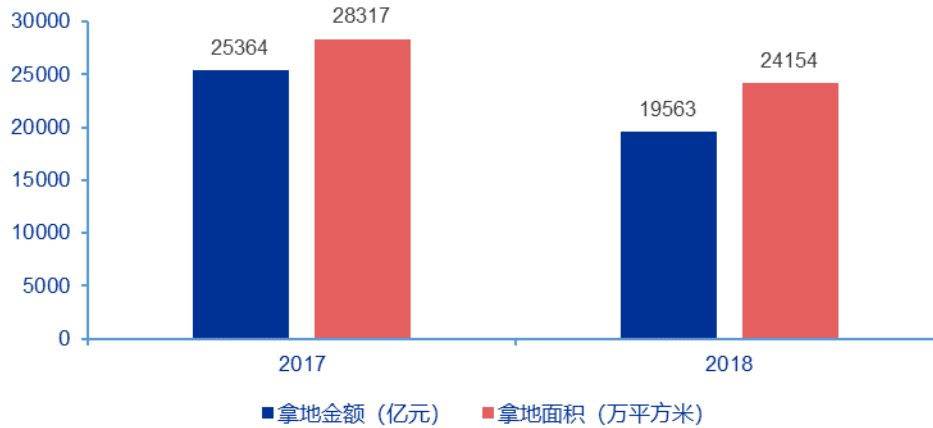


资料来源：国家统计局，Wind，申万宏源研究

2018 年房企拿地回归理性，土储面积与金额明显回落。2018 年房地产市场持续调控，房企为顺应产业结构变化，拿地行为回归理性，土储面积与金额都有所回落，2018 年拿地金额 TOP50 的房地产企业总拿地金额/拿地面积为 19563 亿元/24154 万平方米，同比-22.9%/-14.7%。



图 7：2018 年 TOP50 房企拿地金额与拿地面积同比分别-22.9%/-14.7%



资料来源：CREIS 中指数据，房天下，搜狐，申万宏源研究

**建安费用占地产投资比例不断攀升，建安等结构性需求有望增加。**自 2004 年来，建筑安装工程费用占总地产投资比例不断攀升，2013-2015 年间占比一度达 77% 以上。2017 年拿地金额较大，结构上降低了建安费用占比，但后者占比仍达 74% 以上的高位，我们认为 2019 年建安需求有望维持增长，对工程机械的总需求量形成正向贡献。

图 8：建筑安装工程费用占比不断攀升



资料来源：国家统计局，Wind，申万宏源研究

### 1.3 环保：标准迭代在即，监测更加严格

**政策明确 2020 年全面铺开“国六”，2019 年部分省份有望提前实施。**根据生态环境部规定，2020 年 7 月 1 日将在全国范围内实施“国六”排放标准，2019 年重点区域各省市将提前实施国六标准。“国六”标准对车辆排放进一步进行约束。部分省市排放标准的提前实施，加上“国六”严格的监测标准，预计产品更新换代周期将进一步缩短，带动工程机械市场设备更新需求。

**表 2：各省市国六排放标准实施时间不同**

时间	事件	标准
2005/12/30	北京市实施国三标准	国三标准
2007/7/1	全国范围开始实施国三标准	国三标准
2013/7/1	北京、上海、广州、深圳、南京、乌鲁木齐、兰州等 19 个地区实施国四标准	国四标准
2014/1/1	全国范围全面实施国四标准	国四标准
2016/4/1	东部 11 省市实施国五标准	国五标准
2017/1/1	全国范围内部分车型提前实施国五标准	国五标准
2017/7/1	全国范围内所有重型柴油车实施国五标准	国五标准
2018/1/1	全国范围内所有轻型柴油车实施国五标准	国五标准
2019/1/1	深圳市实施国六 b 标准	国六标准
2019/3/1	广州市实施国六 b 标准	国六标准
2019/7/1	天津市、河北省、山东省实施国六 b 标准	国六标准
2019/7/1	重点区域、珠三角地区、成渝地区开始实施国六标准	国六标准
2020/1/1	北京市实施国六标准	国六标准
2020/7/1	全国范围内实施国六 a 标准	国六标准
2023/7/1	全国范围内实施国六 a 标准	国六标准

资料来源：国家生态环境部，搜狐网，申万宏源研究

上一轮景气度周期时以“国三”设备居多，2019-2020 年将面临较大的被动更新压力。我国从 2012/1/1 开始禁售重卡的“国三”底盘，因而上一轮景气度周期时基本以“国三”车为主。考虑到汽车起重机与混凝土搅拌车使用寿命有限，我们仅统计 2008-2011 年间汽车吊与搅拌车的合计销量，假设其中“国三”设备占比分别为 60%/70%/80%，在 2019 年前已经有约 40% 的设备提前更新，计算出 2019-2020 年面临被动更新的汽车吊与搅拌车数量约 4-6 万台，预计将对新机销量产生较大的贡献。

**表 3：我们测算得汽车吊与搅拌车“国三”设备存量约 4-6 万台**

分类	2008-2011 年销量合计（万台）	“国三”车占比（%）	“国三”设备存量（万台）
汽车起重机	11.86	60%	4.27
		70%	4.98
		80%	5.69
混凝土搅拌车	11.76	60%	4.23
		70%	4.94
		80%	5.64

资料来源：中国工程机械工业年鉴，Wind，申万宏源研究

## 1.4 更新：2019 年汽车起重机、混凝土设备迎来高峰，挖机更新仍有带动

测算得 2019 年主要移动式工程机械更新需求仍旧较大，今明两年是高峰。我们结合不同种类移动式起重机的使用寿命与经济寿命，分不同情景对其更新需求做测算，计算得

2019 年年汽车、履带、随车起重机更新需求分别为 30803/1713/7676 台<sup>【注1】</sup>，今明两年更新需求仍较大，是新机销售的主要动力。

**表 4：我们测算得 2019 年汽车、履带、随车起重机更新需求分别为 30803/1713/7676 台（单位：台）**

分类	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
汽车起重机	29697	30803	27332	21382	16412
履带起重机	1596	1713	1723	1560	1339
随车起重机	6183	7676	9005	9590	9614

资料来源：中国工程机械工业年鉴，Wind，申万宏源研究

**混凝土设备迎来更新需求高峰，对新机销量产生强带动作用。**我们结合《中国工程机械工业年鉴》披露的销量数据与 998 工程机械交易网公开的二手泵车数据，分三类角度对泵车做更新需求测算，最终取以经济寿命计算的更新需求作为面向新机销量的更新需求；结合搅拌车使用寿命与经济寿命，分不同情景对其更新需求做测算，最终测算得 2019 年混凝土泵车、搅拌车更新需求分别为 7825/39622 台<sup>【注2】</sup>。混凝土机械从 2018 年开始逐渐进入更新换代周期，我们认为更新需求将对砼机新机销量产生强带动作用。

**表 5：我们测算得 2019 年混凝土泵车、搅拌车更新需求分别为 7825/39622 台（单位：台）**

分类	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
混凝土泵车	4883	6330	7825	9408	9129
混凝土搅拌车	24704	32694	39622	41954	41699

资料来源：中国工程机械工业年鉴，Wind，申万宏源研究

**挖机于 2018 年达到更新需求高点，2019 年仍有带动。**在整个工程机械行业中，挖机于 2016 年率先实现筑底反弹，2017 年持续复苏，2018 年达到更新需求高峰。2018 年，行业内共计销售挖机 20.34 万台，创历史新高，更新需求得到充分释放。根据我们对更新需求的测算，2019 年挖机更新需求为 14.45 万台<sup>【注3】</sup>，较 18 年已有明显下滑，但在 2019 年对新机销量仍将产生一定程度的带动作用。

**表 6：我们测算得 2019 年挖机更新需求为 14.45 万台**

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
挖机更新需求（台）	118804	155633	165757	144542	120249

资料来源：中国工程机械工业年鉴，Wind，申万宏源研究

【注1】 移动式起重机更新需求测算详见申万宏源研究于 2018 年 9 月 19 日发布的报告《三大驱动力带动国内 2019 年需求弹性，全球扩张平抑周期影响——工程机械行业系列深度之三：移动式起重机仍处于景气回升阶段》

【注2】 混凝土机械更新需求测算详见申万宏源研究于 2019 年 1 月 11 日发布的报告《砼机更新高峰将至，预计 2019/20 年泵车销量 8000/7800 台——工程机械行业系列深度之四：混凝土机械有望接棒挖机实现高速增长》

【注3】 挖机更新需求测算详见申万宏源研究于 2018 年 7 月 20 日发布的报告《四因素共驱本轮工程机械景气周期延长，不同设备形成轮动支撑——工程机械行业系列深度之二：我们为什么看多本轮工程机械景气周期》

## 1.5 短期因素：天气对长江流域需求形成抑制，3月需求应当密切跟踪

长江流域主要城市 2018M12-2019M2 持续阴雨，严重影响工程开工。2018M12-2019M2 期间，长江流域地区雨雪频繁，多地降雨量逼近历史极值，据中央气象台统计，此期间长江流域主要 8 个省会城市平均出现雨雪天气 37.13 天，比过去 5 期均值雨雪天数多 10 天，雨雪天气总数占总天数的 41.26%。持续阴雨使得工程开工进度严重受阻，短期内抑制工程机械产品需求。

表 7：2018M12-2019M2 长江流域主要城市雨雪频繁（雨雪天数，天）

	上海	杭州	合肥	南昌	长沙	武汉	重庆	成都	各市平均雨雪天数
2010M12-2011M2	13	28	17	28	36	20	27	11	22.5
2011M12-2012M2	36	40	29	38	51	28	40	40	37.75
2012M12-2013M2	40	42	32	45	50	33	27	21	36.25
2016M12-2017M2	20	19	17	20	26	23	17	9	18.88
2017M12-2018M2	20	27	19	21	26	23	20	12	21
过去 5 期均值	25.8	31.2	22.8	30.4	37.8	25.4	26.2	18.6	27.28
2018M12-2019M2	42	44	39	46	42	41	25	18	37.13

资料来源：天气后报，申万宏源研究

展望 3 月，“过年效应”带动或偏弱，“降水效应”带动有望增强。元宵节后是传统的开工高峰，也是“春节效应”的核心因素，往年元宵节日期大多数在 2 月，导致部分需求在 2 月提前释放，2019 年元宵节为 2 月 19 日，而 2018 年元宵节为 3 月 2 日，因此我们认为 2019M3 的“春节效应”相较去年将有所减弱。我们对 2019M3 需求看好的重要因素是今年长江流域持续的雨雪天气，“降水效应”抑制工程机械的正常需求，将 2019M1-2 甚至 2018M12 的部分需求“递延”至 2019M3，与“春节效应”对 3 月需求的负向形成对冲。

表 8：按照历史经验往年 3 月挖机销量占全年销量比例高

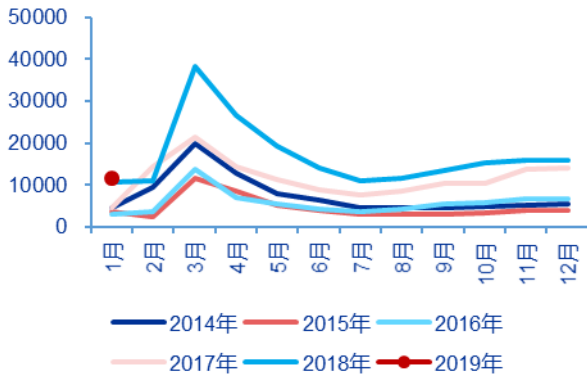
年度	元宵节日期	当年 3 月挖机销量（台）	3 月挖机销量占全年比例（%）
2009	2 月 9 日	13314	14%
2010	2 月 28 日	30132	18%
2011	2 月 17 日	44150	25%
2012	2 月 6 日	23248	20%
2013	2 月 24 日	21764	19%
2014	2 月 14 日	20075	22%
2015	3 月 5 日	11516	20%
2016	2 月 22 日	13744	20%
2017	2 月 11 日	21389	15%
2018	3 月 2 日	38261	19%

资料来源：Wind，百度，申万宏源研究

备战 3 月，供给不再成为瓶颈。2018 年挖机、汽车起重机需求大幅超出主要主机厂预期，2018 年 3 月，25 家主机厂口径挖机销量达 3.83 万台，仅次于 2011 年 3 月的 4.42

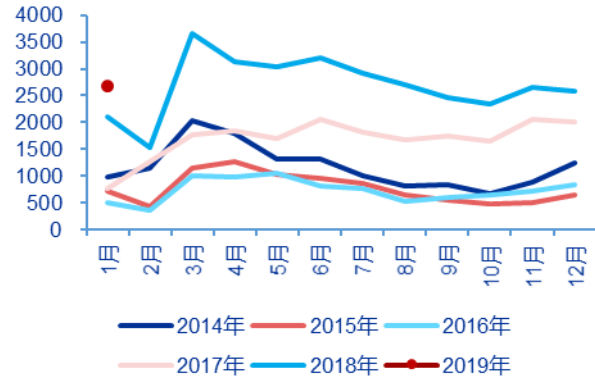
万台居历史第二高,挖机特别是中大挖出现缺货现象,汽车起重机缺货更加严重。在 2018 年高基数的基础上,2019 年主机厂、经销商均对 3 月进行了充分的准备,我们认为 2019 年 3 月挖机市场单月供应能力高于 4 万台(含出口),汽车起重机供应能力超过 4000 台。

图 9 : 2018 年 3 月挖掘机销量达到小高峰 (单位:台)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

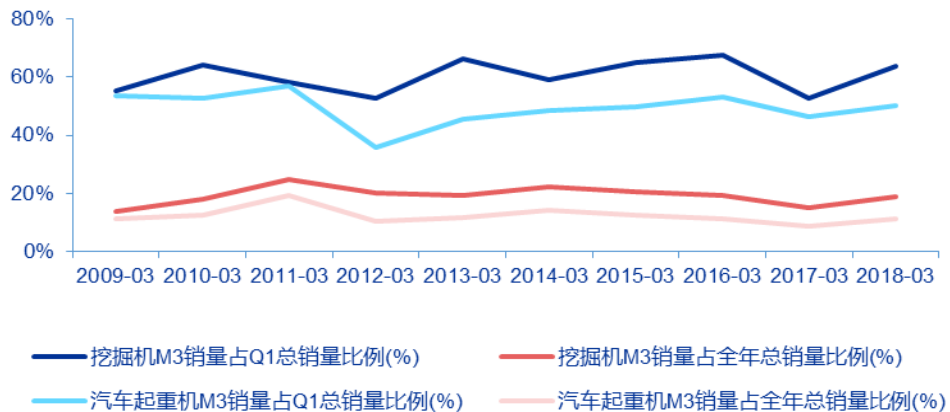
图 10 : 2018 年 3 月汽车起重机销量达到小高峰 (单位:台)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

**3 月销售尤为关键, 预计 2019 年 3 月仍将出现销量“小阳春”。**根据往年经验, 工程机械 1-2 月春节前后, 销量达到年内低谷, 3 月设备销量随着年后开工出现环比“暴增”。近 10 年来, 挖机 M3 销量占 Q1 总销量的比例稳定在 50% 以上; 汽车起重机 M3 销量占 Q1 总销量近年来也稳定在 45% 以上。挖机、汽车起重机 M3 销量占全年总销量均高于各月平均水平。2018 年 3 月, 挖掘机 M3 销量为 Q1 总销量的 63.70%, 占全年销量的 18.81%。汽车起重机 M3 销量为 Q1 总销量的 50.10%, 占全年总销量的 11.34%。我们认为 2019M3 主要工程机械销售将继续出现“小阳春”。

图 11 : 3 月挖机、汽车起重机销量占比大



资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 2 发展推演：不同需求强度下，行业龙头收入与利润测算

### 2.1 挖机 三一重工利润绝对核心，2019 年净利润区间 31-60 亿元

在多种情景假设测算下，得出三一 2019 年挖机净利润区间在 31-60 亿元。在悲观、中性、乐观情景下，假设 2019 年行业挖机销量分别为 17/20/22 万台、三一市占率分别为 22%/24%/26%、三一挖机均价分别为 44/46/48 万元/台，得出 2019 年三一挖机收入(报表口径)上下限分别为 275/165 亿元。假设三一挖机毛利率分别为 39%/41%/43%、对应的净利率分别为 19%/20%/22%，计算得三一重工 2019 年挖机毛利上下限分别为 118/64 亿元，净利上下限分别为 60/31 亿元。



表 9：我们测算得 2019 年三一挖机利润区间在 31-60 亿元

行业挖机销量 (万台)	三一市占率 (%)	三一挖机均价 (万元/台)	三一挖机收入 (亿元)	三一挖机毛利 (亿元)	三一挖机净利 (亿元)
17	22%	44	<b>165</b>	<b>64/67/71</b>	<b>31/33/36</b>
		46	172	67/71/74	33/34/38
		48	180	70/74/77	34/36/39
	24%	44	180	70/74/77	34/36/39
		46	188	73/77/81	36/38/41
		48	196	76/80/84	37/39/43
	26%	44	194	76/80/84	37/39/43
		46	203	79/83/87	39/41/45
		48	212	83/87/91	40/42/47
20	22%	44	194	76/79/83	37/39/43
		46	202	79/83/87	38/40/45
		48	211	82/87/91	40/42/46
	24%	44	211	82/87/91	40/42/46
		46	221	86/91/95	42/44/49
		48	230	90/94/99	44/46/51
	26%	44	229	89/94/98	43/46/50
		46	239	93/98/103	45/48/53
		48	250	97/102/107	47/50/55
22	22%	44	213	83/87/92	40/43/47
		46	223	87/91/96	42/45/49
		48	232	91/95/100	44/46/51
	24%	44	232	91/95/100	44/46/51
		46	243	95/100/104	46/49/53
		48	253	99/104/109	48/51/56
	26%	44	252	98/103/108	48/50/55
		46	263	103/108/113	50/53/58
		48	<b>275</b>	107/113/ <b>118</b>	52/55/ <b>60</b>

资料来源：申万宏源研究（注：三一挖机毛利列分别为毛利率在 39%/41%/43%时的对应值，三一挖机净利列分别为净利率在 19%/20%/22%时的对应值）

**2019 年挖机价格战压力较大，完善的经销商体系有效缓冲三一重工出厂价格压力。**  
三一挖机经销体系布局完善、代理商特别是挖机代理商财务核算独立性强、经济实力雄厚，在 2019 年挖机市场价格战压力下，能够有效缓冲三一挖机出厂价格压力，使得三一在市场竞争中较其他主机厂具备一定的比较优势。

**表 10：三一重工代理商服务覆盖全国（表中所列仅为部分）**

单位名称	经营区域
湖南中旺工程机械设备公司	华中 湖南省 长沙市
浙江成峰工程机械有限公司	杭州市 浙江省 华东
辽宁三君工程机械有限公司	沈阳市 辽宁省 东北
广州巨和工程机械有限公司	广州市 广东省 华南
四川盛和机械设备有限公司	成都市 四川省 西南
云南睿德工贸有限公司	昆明市 云南省 西南
广西山宁工程机械有限公司	南宁市 广西省 华南
石家庄建国者工程机械有限公司	石家庄市 河北省 华北

资料来源：《三一重工工程机械经销商管理模式研究》，申万宏源研究

## 2.2 汽车起重机：利润贡献有望远超 2018 年，三一、徐工、中联均可受益

我们预计 2019 年是汽车吊销量高点，测算其利润贡献在 18-32 亿元。2018 年行业内共计销售汽车起重机 3.23 万台，根据我们对更新需求的测算，2019 年汽车吊更新需求在 3.08 万台左右，叠加基建需求保底与环保迭代加速更新，我们预计 2019 年汽车吊销量在 3.6 万台左右。在悲观、中性、乐观情景下，假设 2019 年行业内汽车吊销量分别为 3.4/3.6/3.8 万台，均价分别为 65/75/85 万元/台，得出 2019 年行业内汽车吊销售额上下限分别为 323/221 亿元。假设业内汽车吊平均毛利率分别为 24%/26%/28%、对应的净利率分别为 8%/9%/10%，计算出 2019 年其毛利上下限分别为 90/53 亿元，净利上下限分别为 32/18 亿元。

**表 11：我们测算得 2019 年全行业汽车吊净利润区间在 18-32 亿元**

汽车吊销量（万台）	汽车吊均价（万元/台）	汽车吊销售额（亿元）	汽车吊毛利（亿元）	汽车吊净利（亿元）
3.4	65	<b>221</b>	<b>53</b> /57/62	<b>18</b> /20/22
	75	255	61/66/71	20/23/26
	85	289	69/75/81	23/26/29
3.6	65	234	56/61/66	19/21/23
	75	270	65/70/76	22/24/27
	85	306	73/80/86	24/28/31
3.8	65	247	59/64/69	20/22/25
	75	285	68/74/80	23/26/29
	85	<b>323</b>	78/84/ <b>90</b>	26/29/ <b>32</b>

资料来源：申万宏源研究（注：汽车吊毛利列分别为毛利率在 24%/26%/28%时的对应值，汽车吊净利列分别为净利率在 8%/9%/10%时的对应值）

**利润贡献远超 2018 年，汽车起重机三巨头充分受益。**2018 年各大主机厂纷纷加大对上一轮信用扩张期遗留的二手机、法务机的处理，叠加钢价上涨对毛利率造成的压力，徐工、三一起重机械毛利率仍处于较低位置，中联重科率先实现反弹。2019 年，主机厂产品涨价平滑原材料上涨压力，二手机与法务机已经基本出清，毛利率与净利率提升确定性高，我们认为其利润贡献将远超 2018 年。我们以表 11 中的收入上下限 323/221 亿元

为基础，假设 2019 年徐工、中联与三一汽车吊市占率，得出徐工、中联、三一 2019 年汽车吊利润区间分别为 9-17/4-8/4-8 亿元。

表 12：我们测算得徐工、中联、三一 2019 年汽车吊利润区间分别为 9-17/4-8/4-8 亿元

	市占率 (%)	收入 (亿元)	毛利 (亿元)	净利 (亿元)
徐工机械	48%	106/155	25/43	9/15
	50%	111/162	27/45	9/16
	52%	115/168	28/47	9/17
中联重科	20%	44/65	11/18	4/6
	22%	49/71	12/20	4/7
	24%	53/78	13/22	4/8
三一重工	20%	44/65	11/18	4/6
	22%	49/71	12/20	4/7
	24%	53/78	13/22	4/8

资料来源：申万宏源研究（注：收入、毛利、净利左右列分别为在假定市占率下的下限和上限）

## 2.3 塔吊：中联重科重要增量业务，2019 年收入贡献或超 80 亿元

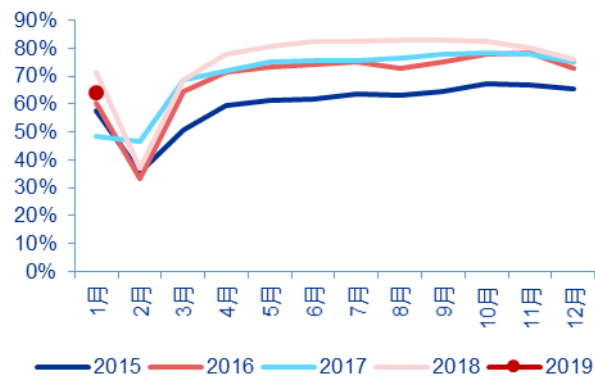
塔吊需求回暖，新机销售与租赁市场火爆。塔吊销量受行业景气度下行影响连续三年下滑，到 2017 年初现复苏态势。从塔吊租赁市场来看，2018 年庞源租赁塔吊吨米使用率较 2017 年明显提升，印证 2018 年塔吊市场持续复苏。根据我国《建筑产业现代化发展纲要》，到 2020 年我国装配式建筑占新建建筑比例要达到 20%，而目前我国装配式建筑整体比例仍处于较低水平，如果要达到政策目标，则 2019-2020 年将大幅推动塔吊需求。而 2017 年我国塔吊需求仅为 1.10 万台 较 2013 年的 6.37 万台还有 5 倍增长空间，我们认为 2019-2020 年有望成为塔吊销量的新一轮高速增长期，且受装配式建筑带动，PC 塔等大塔的需求有望放量，带动行业产品均价上行与龙头进一步集中。

图 12：2017 年塔吊销量同比+57.14%



资料来源：中国工程机械工业年鉴，Wind，申万宏源研究

图 13：2018 年庞源租赁塔吊吨米使用率较 2017 年明显提升（单位：%）



资料来源：庞源租赁官网，申万宏源研究

中联是塔吊绝对龙头，2019 年塔吊收入贡献或超 80 亿元。在悲观、中性、乐观情景下，假设 2019 年行业塔吊销量分别为 3.5/4.0/4.5 万台、中联市占率分别为 24%/26%/28%、中联塔吊均价分别为 75/80/85 万元/台，得出 2019 年中联塔吊收入上下限分别为 107/63 亿元。假设中联塔吊毛利率分别为 28%/30%/32%、对应的净利率分别为 10%/11%/12%，计算得中联重科 2019 年塔吊毛利上下限分别为 34/18 亿元，净利上下限分别为 13/6 亿元。

表 13：我们测算得 2019 年中联塔吊净利润贡献在 6-13 亿元

塔吊销量(万台)	中联市占率(%)	中联塔吊均价(万元/台)	中联塔吊收入(亿元)	中联塔吊毛利(亿元)	中联塔吊净利(亿元)
3.5	24%	75	63	18/19/20	6/7/8
		80	67	19/20/22	7/7/8
		85	71	20/21/23	7/8/9
	26%	75	68	19/20/22	7/8/8
		80	73	20/22/23	7/8/9
		85	77	22/23/25	8/9/9
	28%	75	74	21/22/24	7/8/9
		80	78	22/24/25	8/9/9
		85	83	23/25/27	8/9/10
4	24%	75	72	20/22/23	7/8/9
		80	77	22/23/25	8/9/9
		85	82	23/24/26	8/9/10
	26%	75	78	22/23/25	8/9/9
		80	83	23/25/27	8/9/10
		85	88	25/27/28	9/10/11
	28%	75	84	24/25/27	8/9/10
		80	90	25/27/29	9/10/11
		85	95	27/29/30	8/9/10
4.5	24%	75	81	24/26/28	9/10/10
		80	86	26/28/28	9/10/11
		85	92	26/28/29	9/10/11
	26%	75	88	25/26/28	9/10/11
		80	94	26/28/30	9/10/11
		85	99	28/30/32	10/11/12
	28%	75	95	26/28/30	9/10/11
		80	101	28/30/32	10/11/12
		85	107	30/32/34	11/12/13

资料来源：申万宏源研究（注：塔吊毛利列分别为毛利率在 28%/30%/32%时的对应值，塔吊净利列分别为净利率在 10%/11%/12%时的对应值）

### 3. 投资逻辑

短期需求与中长期需求共振，我们认为 3 月主要工程机械销售“小阳春”仍将如期出现。短期需求，“降水效应”有望对冲“春节效应”：元宵节后集中开工带来的集中设备

采购是工程机械“小阳春”的主要驱动力，近10年来挖机M3销量占Q1总销量的比例稳定在50%以上，2018M3挖机销量为Q1总销量的63.70%，占全年销量的18.81%；汽车起重机M3销量占Q1总销量近年来也稳定在45%以上。2019年元宵节在2月19日，2018年则在3月2日，我们认为2019M3的“春节效应”相比2018年将减弱，部分需求在2月提前释放。**我们对2019M3需求看好的重要因素是今年长江流域持续的雨雪天气，“降水效应”抑制工程机械的正常需求，将2019M1-2甚至2018M12的部分需求“递延”至2019M3，与“春节效应”减弱对3月需求的负向影响形成对冲。中长期需求：基建、地产、环保、更新齐发力，对2019年主要工程机械的基础需求形成有效支撑。**

**发展推演：2019年利润有望进一步超行业销量释放；龙头公司净利润仍有弹性。**  
**挖机：**我们测算得2019年三一挖机收入（报表口径）上下限分别为275/165亿元，挖机毛利上下限分别为118/64亿元，净利润上下限分别为60/31亿元。**汽车起重机：**我们测算得徐工、中联、三一2019年汽车吊净利润区间分别为9-17/4-8/4-8亿元。**塔机：**我们测算得中联重科2019年塔吊毛利上下限分别为34/18亿元，净利润上下限分别为13/6亿元。主要工程机械企业本轮经营健康度显著高于以往，资产质量有效改善，我们认为如果行业需求维持较高强度，细分产品的利润贡献可能突破测算上限，行业发展值得深入跟踪研究。

**投资建议：**持续推荐国内工程机械“三巨头”**三一重工**（挖机市占率、综合吨位均处于上升通道，汽车起重机份额快速提升，混凝土设备2019年仍具弹性）、**徐工机械**（利润中心汽车起重机2019年销量仍有确定性弹性，公司起重机产品毛利率具备提升空间；有挖机资产注入预期）、**中联重科**（塔吊特别是大型PC塔优势明显，2019年行业需求弹性大；汽车起重机、混凝土2019年有望收入与毛利率同增），继续推荐产业链零部件优势企业**恒立液压**与**艾迪精密**。

**风险提示：**若出现以下情况，将对工程机械产业链2019年的景气度与健康度产生较大影响：3月需求显著低于预期，地产、基建投资出现15%以上的下滑，挖机、汽车起重机、混凝土设备价格战严峻程度超预期，行业陷入信用战泥潭。

### 3.1 三一重工

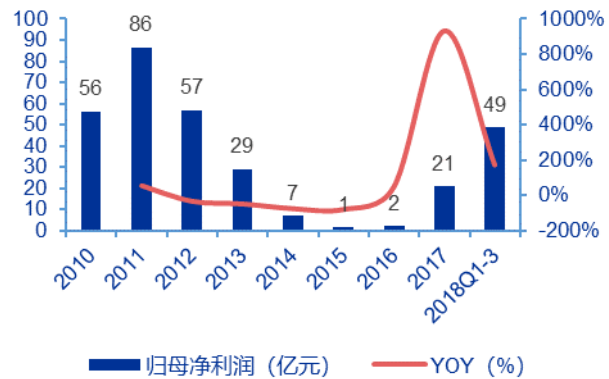
**龙头充分受益于行业景气度回升，利润释放弹性空间充足。**2011年开始，三一重工营收与归母净利润随行业景气度下行不断下降，2017年随着工程机械行业复苏，公司业绩实现筑底反弹，2018年持续高速增长态势。2018Q1-3公司营业收入/归母净利润同比增速分别达到45.88%/170.90%，规模效应带来的利润弹性显现。

图 14 : 2018Q1-3 三一重工营业总收入同比 +45.88%



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

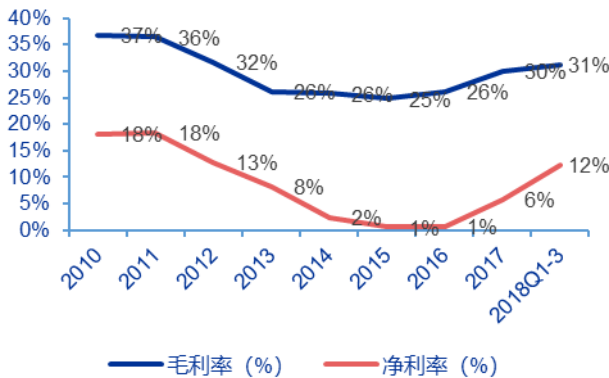
图 15 : 2018Q1-3 三一重工归母净利润同比 +170.90%



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

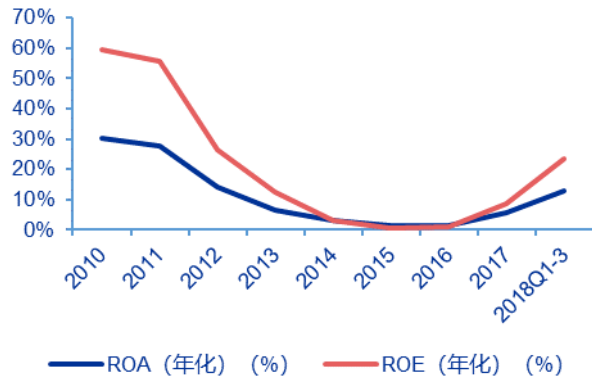
**盈利能力逐渐恢复，仍有进一步提升空间。**2018Q1-3 三一重工毛利率与净利率较 2015 年底部分别提升 6.38/11.74pct，利润表高效修复。我们认为，随着公司上一轮遗留下来的二手机、法务机基本被出清，主机厂进一步加强成本控制，2019 年公司毛利率与净利率进一步提升确定性较高。与此同时，公司年化 ROA/ROE 较去年同期分别提升 +5.13/+13.24pct，盈利能力提升明显。

图 16 : 2018Q1-3 三一重工毛利率/净利率较去年同期分别+1.04/+5.45pct



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 17 : 2018Q1-3 三一重工年化 ROA/ROE 较去年同期分别+5.13/+13.24pct



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

### 3.2 徐工机械

**业绩实现高速增长，利润弹性充足。**徐工机械营收与归母净利润随行业景气度回升持续三年上涨，2018Q1-3 公司总营收/归母净利润分别为 340.76/15.08 亿元，同比增速分别为 58.17%/93.85%，营收规模快速扩张带来的规模效应显现，利润释放弹性充足。

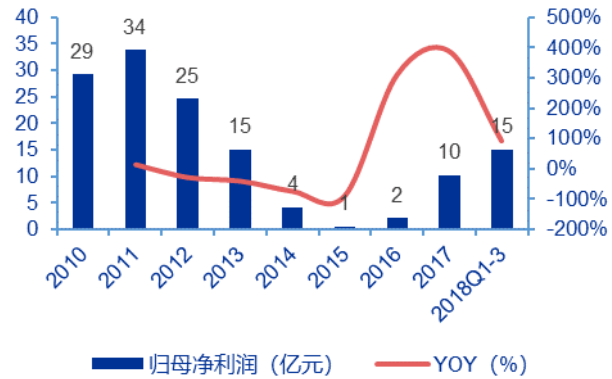


图 18 : 2018Q1-3 徐工机械营业总收入同比 +58.17%



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

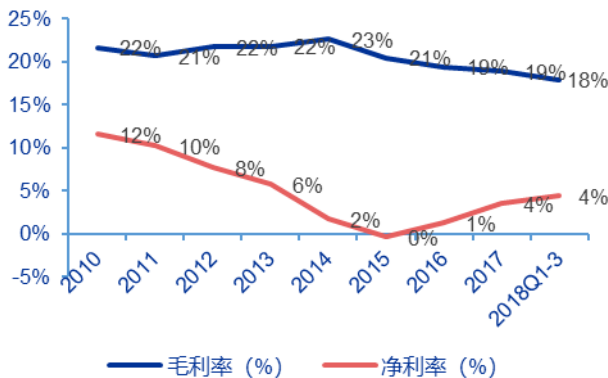
图 19 : 2018Q1-3 徐工机械归母净利润同比 +93.85%



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

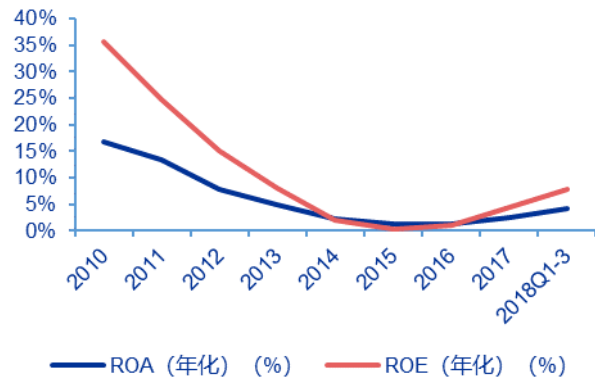
“一号工程”夯实拉低毛利率，后续提升空间大。2018H1，徐工机械“一号工程”持续高强度实施，公司应收账款风险与上一轮信用扩张期遗留的二手机和法务机被出清，同时受环保收紧与钢铁价格上涨等导致外协件与直接材料价格上涨、人力成本增加、折旧摊销仍处于高峰期等影响，毛利率持续下滑态势，到达公司上市以来的最低点。随着历史遗留问题逐渐解决，2018Q3 公司毛利率环比提升 2.60pct，毛利率向高位修复验证预期，后期公司毛利率进一步提升确定性高。同时，公司年化 ROA/ROE 自 2016 年逐渐回升，2018Q1-3 年化 ROA/ROE 较去年同期分别提升 0.55/3.10pct，盈利能力稳步修复。

图 20 : 2018Q1-3 徐工机械毛利率/净利率较去年同期分别-2.10/+0.80pct



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 21 : 2018Q1-3 徐工机械年化 ROA/ROE 较去年同期分别+0.55/+3.10pct

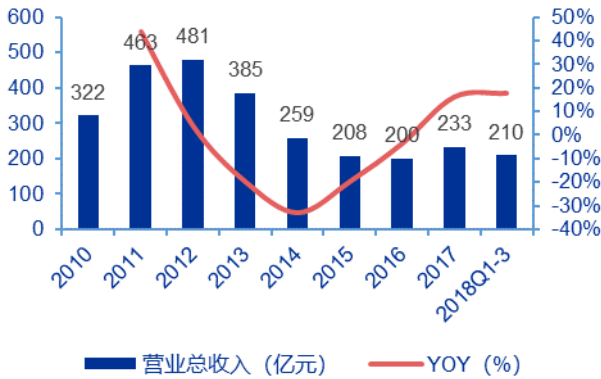


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

### 3.3 中联重科

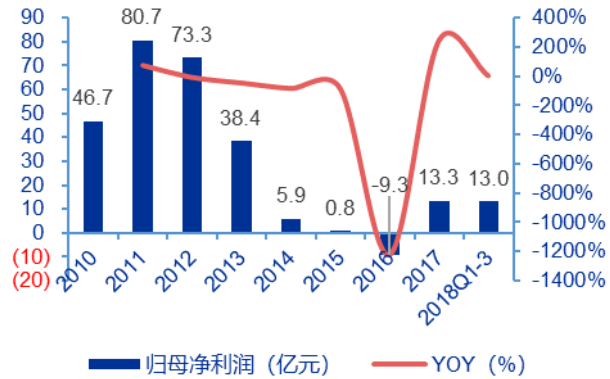
行业景气度上升，公司业绩反弹。2013-2016 年受行业持续低迷影响，中联重科营收和归母净利润大幅下滑；2017 年开始受下游需求驱动行业景气度回升，公司业绩开始回暖，2017 年中联重科营收/归母净利润同比增加 16.23%/242.65%。根据中联重科 2018 年度业绩预告，2018 年公司实现归母净利润 19.5-21.5 亿元，同比增速 46.40%-61.42%，利润弹性显现。

图 22：2018Q1-3 中联重科营业总收入同比 +17.78%



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

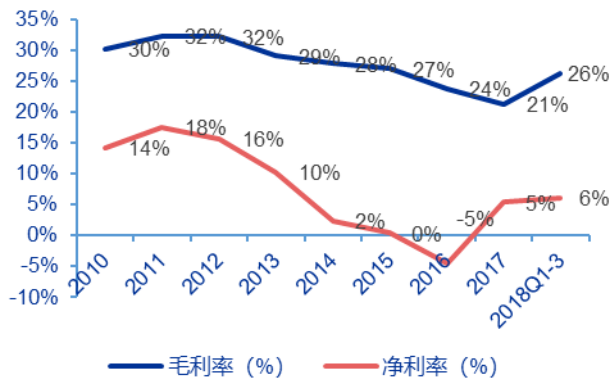
图 23：2018Q1-3 中联重科归母净利润同比 +1.60%



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

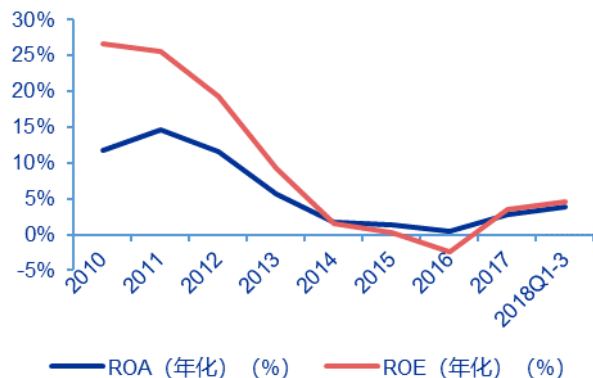
**盈利能力逐渐恢复，多项财务指标稳中向好。**2017 年中联重科净利率由负回正，2018 年持续良好的势头，2018Q1-3 受出售环境板块影响导致净利率较去年同期微减 0.76pct。2017 年中联重科 ROA 和 ROE 触底回升，较 2016 年底部分别上涨 2.46/6.01pct，2018 年继续增长态势，盈利能力明显改善。我们认为，在公司毛利率上行与期间费用率下行确定性较大的基础上，2019 年利润释放弹性空间足。

图 24：2018Q1-3 中联重科毛利率/净利率较去年同期分别 +4.94/-0.76pct



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 25：2018Q1-3 中联重科年化 ROA/ROE 较去年同期分别 +0.03/+0.02pct

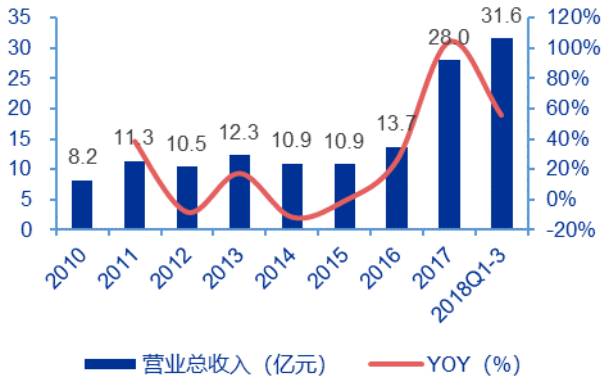


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

### 3.4 恒立液压

**下游需求爆发带动业绩持续高增长，利润释放弹性充足。**2017 年，受益于挖机油缸和盾构机油缸销量强劲增长、小挖泵阀实现量产和液压系统持续良好发展势头，恒立液压业绩大幅增长，利润表高效修复。2018Q1-3，受益于下游挖机销量爆发和泵阀持续放量，恒立业绩持续高增长态势，实现总营收 31.60 亿元，同比增速 55.92%；同时，规模效应摊薄固定成本，折旧与摊销/总营收大幅降低，公司利润释放弹性充足，2018Q1-3 实现归母净利润 7.19 亿元，同比增加 160.38%。

图 26：2018Q1-3 恒立液压营业总收入同比 +55.92%



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

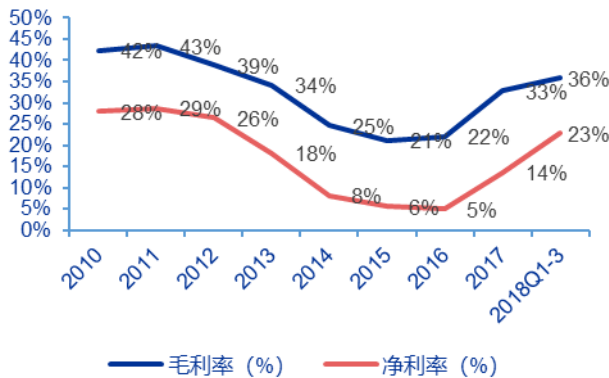
图 27：2018Q1-3 恒立液压归母净利润同比 +160.38%



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

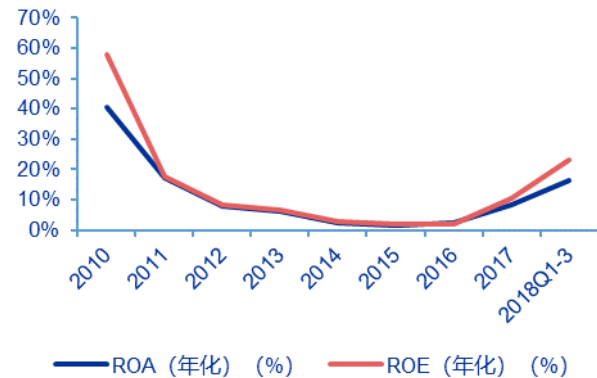
**产品涨价与规模效应共振，盈利水平提升明显。**一方面，恒立通过产品涨价消化原材料价格上涨；另一方面，规模效应摊薄固定成本，营业成本/营业总收入、期间费用/营业总收入比例显著下降。2018Q1-3，恒立液压销售毛利率/销售净利率较去年同期分别提升4.50/9.16pct，盈利能力大大增强。与此同时，公司年化 ROE 和 ROA 于 2016 年实现筑底反弹，2018Q1-3 已上升至 23.17%/16.27%，盈利能力持续改善。

图 28：2018Q1-3 恒立液压毛利率/净利率较去年同期分别+4.50/+9.16pct



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

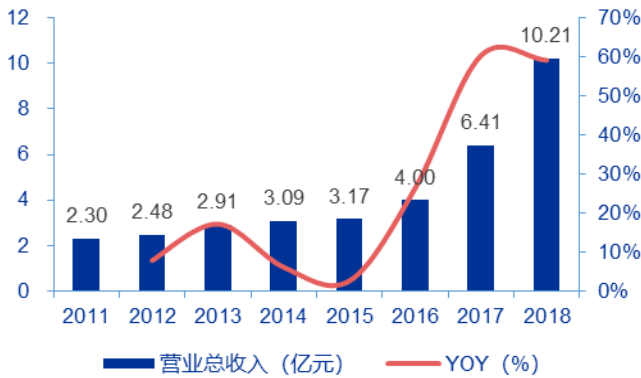
图 29：2018Q1-3 恒立液压年化 ROA/ROE 较去年同期分别+6.96/+13.01pct



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

### 3.5 艾迪精密

**规模快速扩张，进口替代高效进行。**艾迪精密从事工程机械用破拆属具和液压件制造，2011-2016 年公司业绩稳定增长。2017 年开始，受益于炸药管控、环保压力与人力替代带来的挖机配锤率提升，公司破碎锤订单快速增长；同时艾迪液压件依靠高性价比逐渐站稳后市场，公司业绩增长步入快车道。2018 年，艾迪破碎锤凭借性价比优势市占率进一步提升，液压件成功实现 20t 挖机前装市场突破再添业绩增量，实现总营收/归母净利润 10.21/2.55 亿元。我们认为，随着公司产能进一步扩张与进口替代高效进行，公司业绩持续增长确定性高。

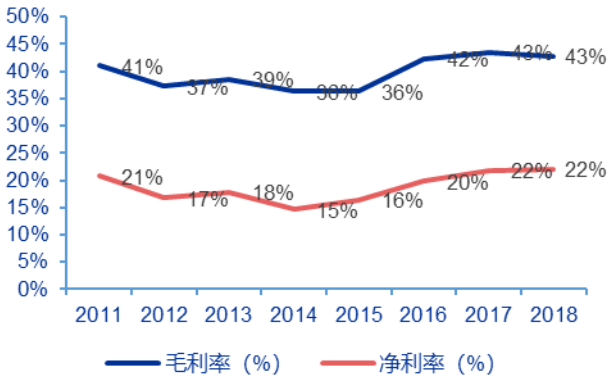
**图 30 : 2018 年艾迪精密营业总收入同比+59.15%**


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

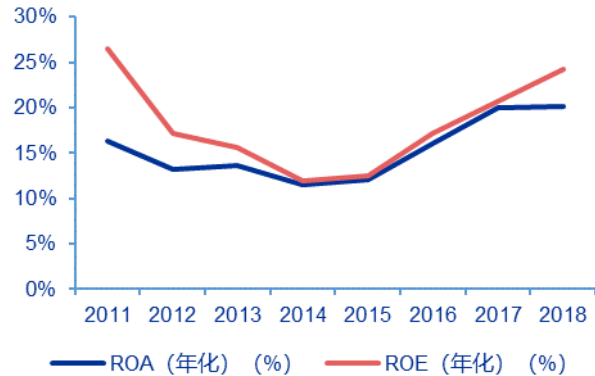
**图 31 : 2018 年艾迪精密归母净利润同比+61.20%**


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

**毛利率与净利率水平保持稳定，（年化）ROA/ROE 进一步提升。**艾迪精密通过改善工艺水平提升生产效率与规模效应摊薄固定成本平滑原材料与人工费用，在原材料与人力成本双双大幅增长的情况下，毛利率较去年同期仅微减 0.63pct；同时期间费用率进一步下降，推动净利率提升 0.28pct。2018 年，艾迪 ROA/ROE（年化）分别为 20.38%/24.16%，较去年同期分别+0.41/+3.40pct，盈利能力持续提升。

**图 32 : 2018 年艾迪精密毛利率/净利率较去年同期分别-0.63/+0.28pct**


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

**图 33 : 2018 年艾迪精密年化 ROA/ROE 较去年同期分别+0.17/+3.41pct**


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

### 3.6 重点公司估值表

**表 14 : 重点公司估值表**

公司代码	公司简称	EPS				PE				股价 2019/3/1
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
600031.SH	三一重工	0.27	0.78	0.85	0.81	39	14	13	13	10.72
000425.SZ	徐工机械	0.15	0.26	0.33	0.38	28	15	12	11	4.01
000157.SZ	中联重科	0.17	0.26	0.34	0.39	25	16	12	11	4.23
601100.SH	恒立液压	0.61	0.91	1.14	1.38	46	31	25	20	28.02
603638.SH	艾迪精密	0.79	0.86	1.19	1.55	35	32	23	18	27.53

资料来源：Wind，申万宏源研究（注：注：艾迪精密 2018 年年报已出，2018E 对应为 2018 年年报 EPS 值）



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	<a href="mailto:chentao1@swwhysc.com">chentao1@swwhysc.com</a>
华北	李丹	010-66500631	13681212498	<a href="mailto:lidan4@swwhysc.com">lidan4@swwhysc.com</a>
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	<a href="mailto:chenxuehong@swwhysc.com">chenxuehong@swwhysc.com</a>
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	<a href="mailto:huxinwen@swwhysc.com">huxinwen@swwhysc.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。