

机械行业研究 买入 (维持评级)

行业点评

王华君 赵晋
 分析师 SAC 执业编号: 联系人
 S1130519030002 zhaojin1@gjzq.com.cn
 wanghua jun@gjzq.com.cn

工程机械：三大巨头中报业绩翻倍；混凝土机械、汽车起重机持续高增长

事件

- 三一重工发布中报业绩预告，上半年净利润为 65-70 亿元，同比增长 92-107%。此前中联重科中报净利润预增 172-212%，为 24-27 亿元；徐工机械中报净利润预增 90-117%，为 21-24 亿元。

评论

- 工程机械三大巨头，中报业绩翻倍增长，符合我们预期。由于基建需求拉动、国家加强环境治理、设备更新需求增长、人工替代效应等多重因素推动，工程机械行业持续快速增长。
 - 挖掘机步入平稳增长长期，混凝土机械、汽车起重机持续高增长。挖掘机、混凝土机械、起重机械等工程机械主导产品上半年销量保持较快增长。其中，挖掘机 2019 年 1-6 月同比增长 14%；1-5 月汽车起重机销量同比增长 63%。根据产品寿命及更换需求、环保要求，我们预计挖掘机步入平稳增长长期，混凝土机械、汽车起重机持续高增长。其中：非道路移动机械（包括挖掘机）国四标准将于 2020 年 12 月 1 日开始实施；目前混凝土泵车、汽车起重机等道路设备升级到“国五”标准，自 2021 年 7 月 1 日起将升级至“国六”标准。
- 混凝土机械一定程度上决定了本轮工程机械龙头业绩复苏的高度。2019-2021 年混凝土机械有望接力挖掘机，成为工程机械龙头业绩重要增长点。混凝土机械市场规模曾近千亿，2018 年混凝土泵车销量尚未达到 2011 年历史高点（1.2 万台）的 40%。2018 年两大龙头混凝土机械毛利合计恢复至 2011 年历史高峰期的 36%。
- 我们预计 2019 年混凝土泵车销量增速超 30%，2020-2021 年销量有望保持 20-30% 年复合增速。2017 年混凝土机械市场需求逐步复苏，混凝土泵车销量达到 3532 台，同比增长 26%。2018 年混凝土机械快速增长，三一重工混凝土机械收入增长 35%，中联重科混凝土机械收入增长 40%。我们估计 2018 年混凝土机械销量增速超 30%，历史遗留问题逐步化解。
- 工程机械主导产品出口较快增长，国际市场份额快速提升。我们以挖掘机为例，2019 年国内挖掘机需求进入平稳增长阶段，出口增速将远超国内销量增速。6 月挖掘机出口销量 2695 台，同比增长 56.4%；1-6 月累计出口 1.2 万台，同比增长 38.7%。2019 年上半年出口占总销量的比重 9%，较 2018 年同期增加 1.6pct。
 - 工程机械：龙头企业市场集中度提升，国产品牌市占率进一步提升。以挖掘机为例，5 月两大内资龙头三一重工、徐工挖机销量保持两位数增长，增速明显高于行业平均水平。2019 年 1-5 月国产挖掘机品牌市占率为 62%，较 2018 年增加 5.7pct。三一重工和徐工挖机 5 月销量分别同比增长 15%/11%，增速显著高于行业平均水平。1-5 月三一重工和徐工挖机市占率分别为 26%/14%，较 2018 年全年分别提升 3.12pct/2.42pct。三一重工在大挖市占率上实现突破达到 26%，超越了长期占据国内大挖市场的卡特彼勒。我们认为，行业增速放缓的同时，行业龙头的增速将高于行业，集中度仍有提升空间。
 - 预计部分工程机械龙头全年业绩将创历史新高。三一重工中报业绩 65-70 亿元，已超 2018 年全年业绩，我们测算公司全年业绩有望大幅超 2011 年历史高点（86 亿元）。预计中联重科、徐工机械 2019-2021 年业绩弹性大。

投资建议

- 看好工程机械龙头，重点看好三一重工、徐工机械、中联重科、恒立液压（深度报告已发）、浙江鼎力。

风险提示

- 基建及房地产投资低于预期风险、宏观政策调控风险、主要产品价格竞争加剧、原材料价格波动风险。

附录 2: 工程机械龙头重点数据

图表 1: 工程机械龙头: 重点看好三一重工、中联重科、徐工机械、恒立液压、浙江鼎力

简称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS				PE				PB	PS	PEG
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E			
三一重工	1,126	13.16	0.78	1.13	1.30	1.45	16.8	11.6	10.2	9.1	3.1	1.7	0.36
中联重科	463	6.12	0.26	0.48	0.57	0.63	23.7	12.8	10.7	9.7	1.2	1.5	0.30
徐工机械	381	4.73	0.26	0.45	0.55	0.64	18.1	10.4	8.6	7.4	1.2	0.8	0.24
恒立液压	273	30.59	0.95	1.36	1.74	2.09	32.2	22.5	17.6	14.6	5.9	5.7	0.62
浙江鼎力	201	58.86	1.94	1.90	2.59	3.44	30.3	30.9	22.8	17.1	7.7	11.3	0.76

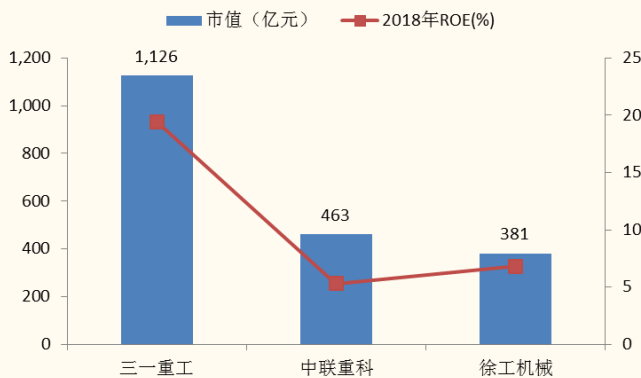
来源: Wind, 国金证券研究所 (股价截至 2019/7/17, EPS、PE 除恒立液压为国金预期外, 其余均为 Wind 一致预测值)

图表 2: 三一重工、中联重科、徐工机械: 2018 年主要指标对比——三一重工 ROE 最高

公司	市值(亿元)	ROE(%)	2018 年收入(亿元)	收入增速(%)	2018 年净利润(亿元)	净利润增速(%)	2018 年经营性现金流净额(亿元)	经营性现金流/净利润
三一重工	1,126	19.43	558.22	45.61	61.16	192.33	105.27	172%
中联重科	463	5.29	286.97	23.30	20.20	51.65	50.64	251%
徐工机械	381	6.79	444.10	52.45	20.46	100.44	33.09	162%

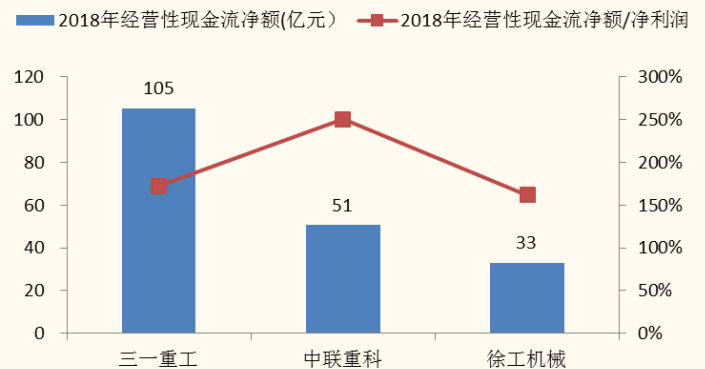
来源: Wind, 国金证券研究所 (股价截至 2019/7/17, EPS、PE 均为 Wind 一致预测值)

图表 3: 工程机械三巨头市值和 2018 年 ROE 比较



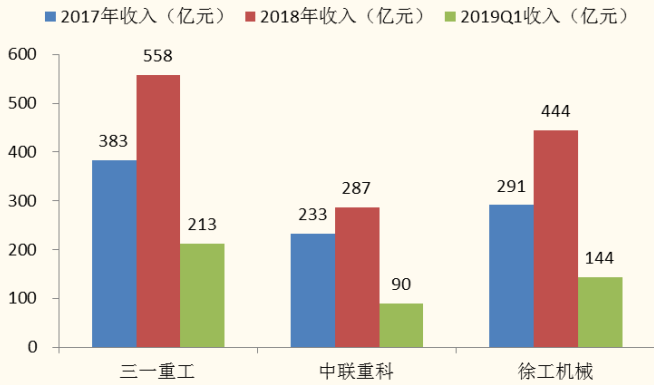
来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所 (市值日期为 2019/4/30)

图表 4: 工程机械三巨头经营性现金流净额比较



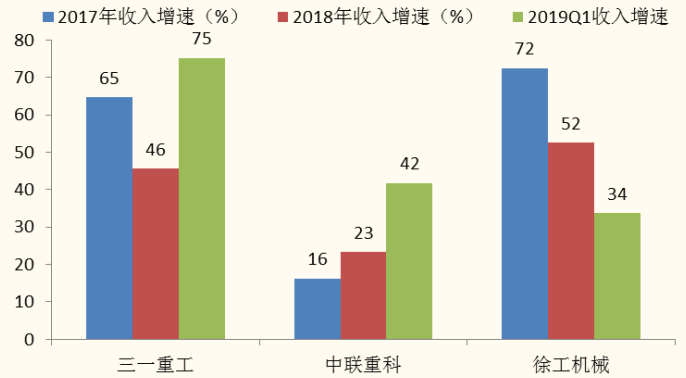
来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

图表 5：工程机械三巨头收入比较



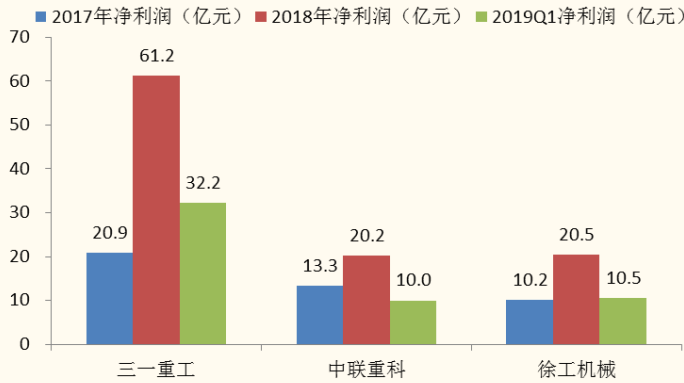
来源：wind，公司公告，国金证券研究所

图表 6：工程机械三巨头收入增速比较



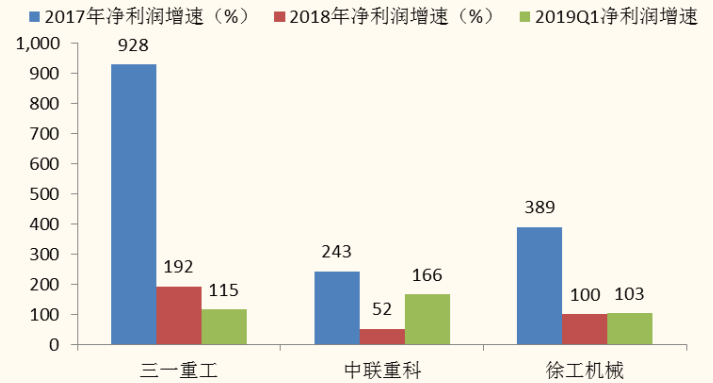
来源：wind，公司公告，国金证券研究所

图表 7：工程机械三巨头净利润比较：三一重工大幅领先



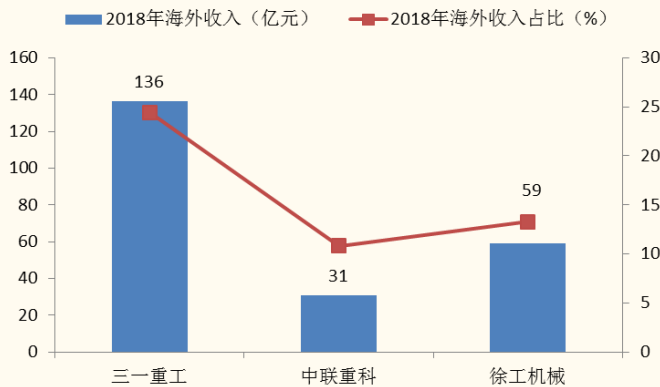
来源：wind，公司公告，国金证券研究所

图表 8：工程机械三巨头净利润增速比较



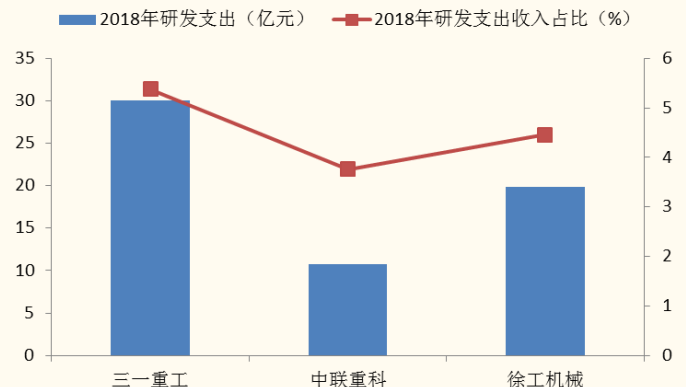
来源：wind，公司公告，国金证券研究所

图表 9：工程机械三巨头 2018 年海外业务比较



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

图表 10：工程机械三巨头 2018 年研发支出比较



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

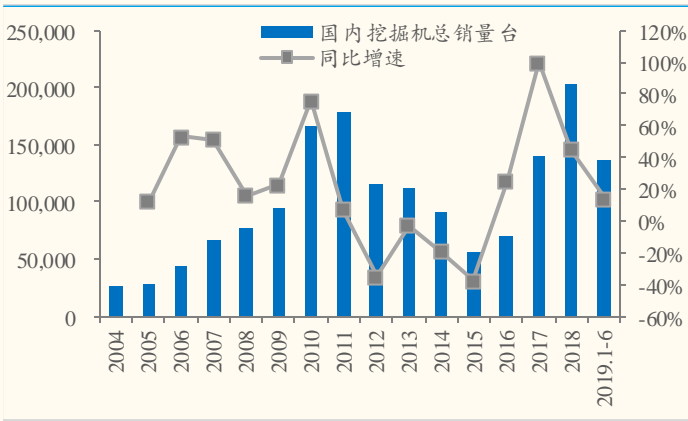
附录 2：工程机械行业数据

图表 11：挖掘机：假设 2019 年下半年每月销量零增长，则全年销量 22 万台，同比增长 8.4%

	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	11,123	0%	13.02%
8 月	7,864	5,495	6,221	4,494	3,016	4,370	8,714	11,588	11,588	0%	11.96%
9 月	8,868	5,905	6,837	4,559	3,185	5,459	10,496	13,408	13,408	0%	10.93%
10 月	8,922	5,921	7,447	4,975	3,394	5,816	10,541	15,274	15,274	0%	9.96%
11 月	8,908	6,657	8,004	5,184	3,860	6,664	13,822	15,877	15,877	0%	9.12%
12 月	8,495	7,105	8,590	5,475	3,948	6,910	14,005	16,027	16,027	0%	8.40%
总销量	178,352	115,583	112,404	90,507	56,349	70,320	140,302	203,420	220,504		

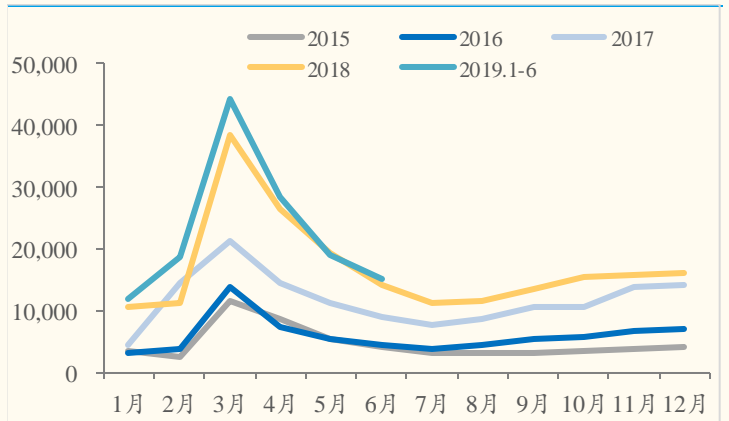
来源：工程机械协会，国金证券研究所（黄色填充为假设值，蓝色填充为假设对应的结果）

图表 12：2019 年 1-6 月挖掘机销量同比增长 14.2%



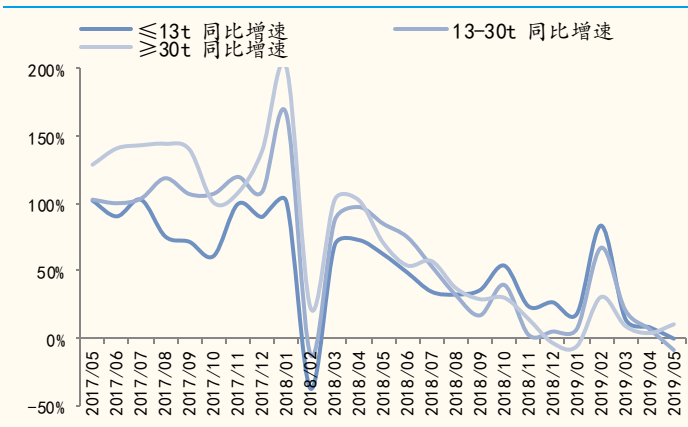
来源：工程机械协会，国金证券研究所

图表 13：2019 年 6 月挖掘机销量同比增长 6.6%

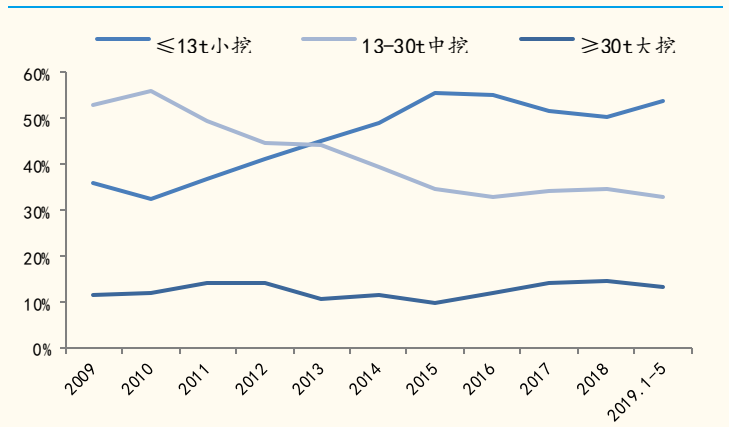


来源：工程机械协会，国金证券研究所

图表 14：2019 年 5 月挖机销量增速：大挖>小挖>中挖

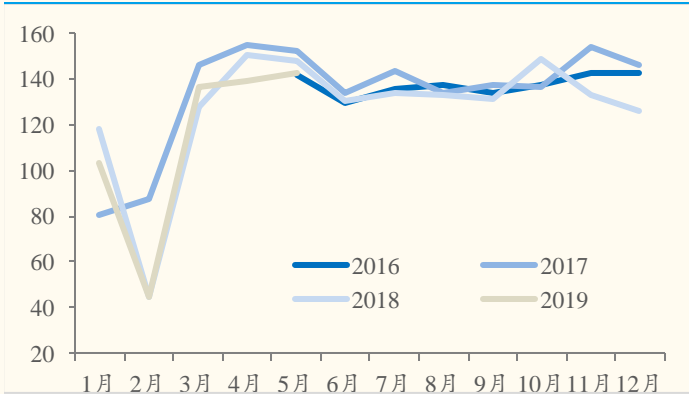


图表 15：2019 年以来小挖占比逐步提升



来源：工程机械协会，国金证券研究所

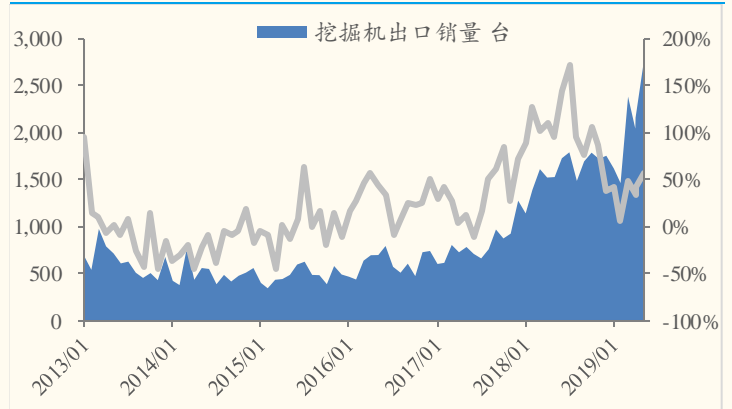
图表 16：2019 年 5 月开工小时数小幅回升



来源：小松官网，国金证券研究所

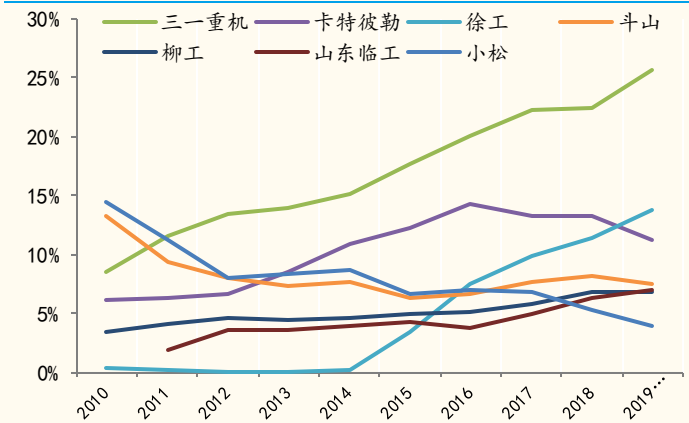
来源：工程机械协会，国金证券研究所

图表 17：2019 年 6 月挖掘机出口同比增长 56.4%



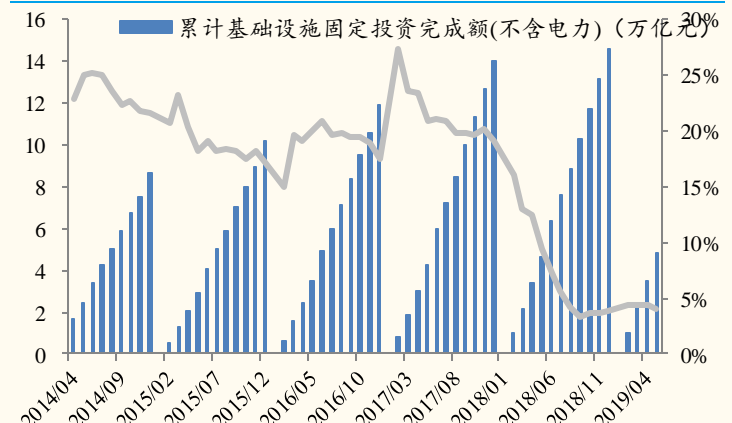
来源：工程机械协会，国金证券研究所

图表 18：2019 年 1-5 月三一、徐工市占率达 26%、14%



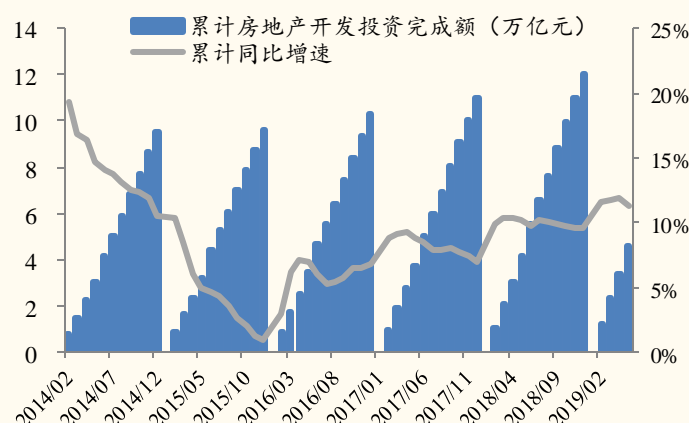
来源：工程机械协会，国金证券研究所

图表 19：2019 年 5 月基建投资完成额增速 4.0%



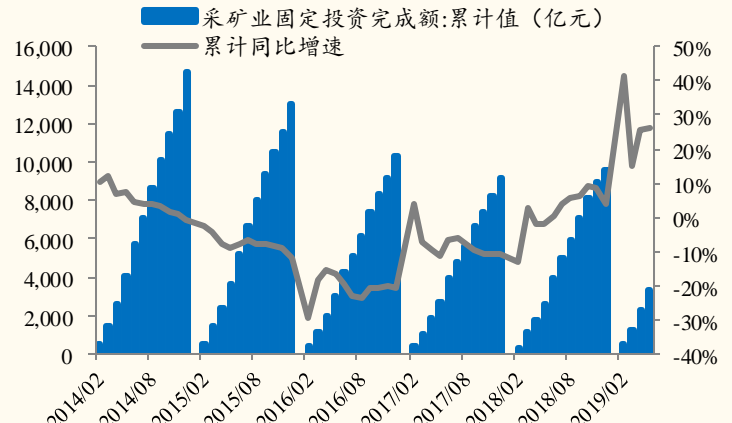
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 20：2019 年 5 月房地产开发投资增速 11.2%



来源：国家统计局，国金证券研究所

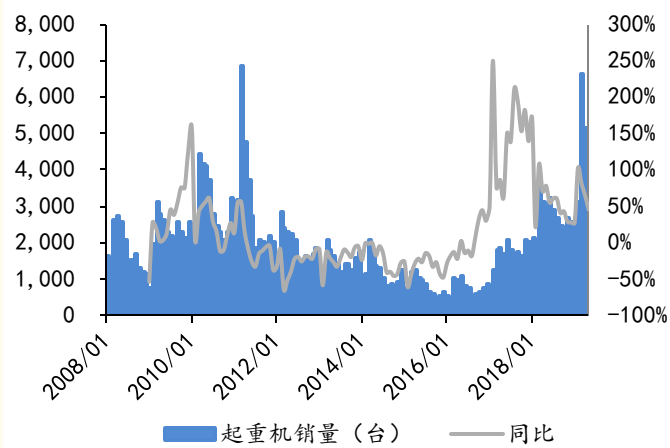
图表 21：2019 年采矿业投资额大幅增长，1-5 月累计增长 26.1%



来源：国家统计局，国金证券研究所

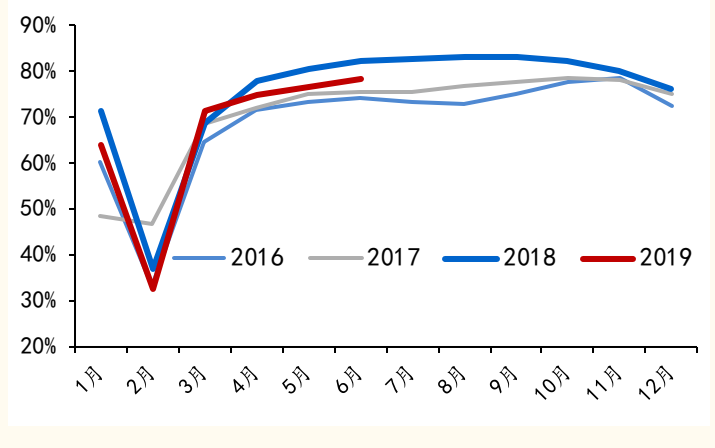
■ **起重机**：2019年5月，起重机销量为4398台，同比增加45%。

图表 22：汽车起重机2019年5月单月销量同比增长45%



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

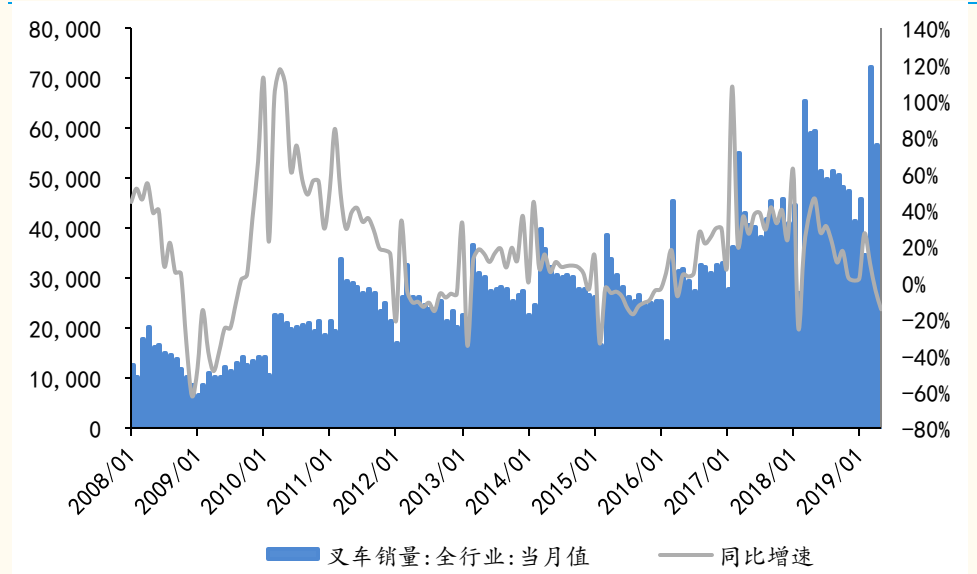
图表 23：6月庞源租赁吨利用率79%



来源：庞源租赁，国金证券研究所绘制

■ **叉车**：2019年5月，叉车累计销量为26.06万台，同比增加2%，单月销量5.08台，同比下滑15%。

图表 24：叉车月度销量及增速：5月单月叉车销量同比下滑15%



来源：WIND，国金证券研究所

公司投资评级的说明：

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。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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