

## 工程机械，终点在哪里？

——淡化周期、聚焦龙头

## 推荐|首次

### 报告要点：

#### ● 更新需求占比提升，国内工程机械市场的周期性趋于弱化

近三年国内挖掘机保有量稳中有进，新增销量占比提升，但仍处于较低水平，我们估算，近几年我国挖掘机保有量约130万台左右，2018年更新需求占当年销量的比例接近80%。国家环保政策趋紧加速旧机淘汰换新，国二阶段销售的挖掘机保有量估计超50万台，未来两年存在较强的更新替换需求。此外，与上一轮周期相比，主机厂更加注重经营质量，销售政策稳健，也有助于进一步弱化周期。

#### ● 工程机械的本质功能是解放劳动力，存在长期成长空间

除中国外，全球工程机械需求主要来自北美、欧洲、日本等发达地区；我们认为，工程机械的需求与社会的发达程度正相关，未来随着中国体力劳动者数量的减少，国内市场对工程机械的需求是长期的、稳定的。

#### ● 内资品牌成长于充分竞争市场，具备国际竞争力

一方面，近十年来，全球最大型、施工难度最大的工程项目聚集在中国，给国产工程机械品牌提供了良好的成长土壤。另一方面，中国作为全球增长最快的工程机械市场之一，聚集了一批优秀的外资品牌，国际龙头纷纷进行本土化生产，对内资品牌形成压制的同时，也为中国培养了相关人才，为核心零部件的国产化提供了机遇。在外资林立、充分竞争的市场中，依然有很多国产厂商如三一、徐工、中联重科等公司茁壮成长起来，并屡次打破世界纪录，充分说明了这些企业的竞争力。

#### ● 行业集中度提升，国产品牌份额提升，龙头优势显著

2018年全球工程机械销售额超千亿美元，卡特彼勒全球市占率第一，但是近几年呈现下降趋势，徐工集团、三一重工等国产品牌全球份额不断提升。以挖掘机为例，2019年前五月，卡特彼勒在国内的市占率下降到第三名，位居三一、徐工之后；三一、徐工、卡特彼勒三家企业的份额合计超过50%，较2018年提升超过3个百分点，市场份额进一步向头部企业集中。汽车起重机、混凝土机械的市场集中度更高。

### 投资建议

我们认为，本轮工程机械的复苏与之前强刺激下的大幅周期波动有显著区别，未来行业周期性趋于弱化。我们建议，未来可以淡化周期、聚焦龙头。建议重点关注三一重工、徐工机械、中联重科、柳工等主机厂，以及恒立液压、艾迪精密等核心零部件企业。

### 风险提示

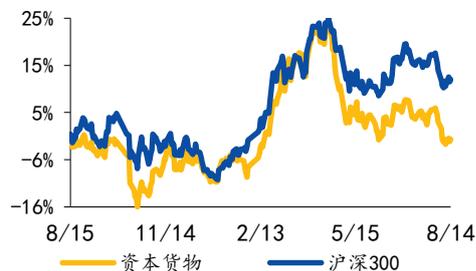
基建固定资产投资失速下滑；市场竞争加剧；资产减值风险。

### 附表：重点公司盈利预测

| 公司代码   | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘<br>(元) | 总市值<br>(百万元) | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|--------|------|------|------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |      |      |            |              | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E |
| 600031 | 三一重工 | 买入   | 13.30      | 111321.88    | 0.79  | 1.35  | 1.71  | 16.82 | 9.86  | 7.78  |
| 000157 | 中联重科 | 买入   | 5.35       | 42003.94     | 0.26  | 0.45  | 0.51  | 20.58 | 11.94 | 10.42 |
| 000425 | 徐工机械 | 买入   | 4.30       | 33684.77     | 0.26  | 0.54  | 0.67  | 16.48 | 7.94  | 6.46  |
| 000528 | 柳工   | 增持   | 6.16       | 9092.85      | 0.54  | 0.69  | 0.83  | 11.40 | 8.91  | 7.38  |
| 601100 | 恒立液压 | 买入   | 29.19      | 25745.58     | 0.95  | 1.34  | 1.83  | 30.73 | 21.81 | 15.97 |
| 603638 | 艾迪精密 | 增持   | 24.72      | 9529.82      | 0.86  | 0.91  | 1.13  | 28.74 | 27.05 | 21.91 |

资料来源：Wind，国元证券研究中心

### 过去一年市场行情



资料来源：Wind

### 相关研究报告

### 报告作者

分析师 满在朋  
执业证书编号 S0020519070001  
电话 021-51097188-1851  
邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

## 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 核心观点：工程机械，高处不胜寒？ .....               | 5  |
| 1 更新需求占比提升，国内工程机械市场的周期性趋于弱化 .....    | 5  |
| 2 工程机械的本质功能是解放劳动力，存在长期成长空间 .....     | 7  |
| 3 内资品牌成长于充分竞争市场，具备国际竞争力 .....        | 8  |
| 一、工程机械行业概况 .....                     | 10 |
| 1.1 国内工程机械市场规模持续攀升 .....             | 10 |
| 1.2 工程机械主要下游应用包括基建及房地产 .....         | 13 |
| 1.3 国内市场逐渐向头部企业集中，马太效应凸显 .....       | 14 |
| 1.4 全球工程机械市场规模快速增长，国产品牌份额不断提升 .....  | 16 |
| 二、挖掘机：国产品牌从国内一流走向世界一流 .....          | 17 |
| 2.1 挖掘机国内销量持续增长，国产品牌出口量大幅增加 .....    | 18 |
| 2.2 国内挖掘机市场集中度持续提高，国产替代不断加深 .....    | 19 |
| 2.3 国产挖掘机全球市占率仍有上升空间 .....           | 20 |
| 三、起重机：销量稳定增长，国内市场高度集中 .....          | 21 |
| 四、混凝土机械：中国企业已成全球领导者 .....            | 23 |
| 五、主要企业 .....                         | 25 |
| 5.1 三一重工：全球混凝土机械王者，国内挖掘机龙头企业 .....   | 25 |
| 5.2 中联重科：全球领先的起重机、混凝土机械制造商 .....     | 29 |
| 5.3 徐工机械：国内起重机龙头，国企改革值得期待 .....      | 32 |
| 5.4 柳工：国内装载机领导者，挖掘机业务发展空间巨大 .....    | 34 |
| 5.5 恒立液压：国内液压件龙头企业，全球渗透率不断提升 .....   | 36 |
| 5.6 艾迪精密：国内破碎锤龙头企业，市占率仍有较大提升空间 ..... | 38 |
| 六、风险提示 .....                         | 40 |

## 图表目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1：近三年国内挖掘机保有量稳中有进，新增销量占比不断提升 ..... | 5  |
| 图 2：国内挖掘机更新需求量持续攀升 .....             | 5  |
| 图 3：工程机械行业经营活动产生的现金流量净额大幅上升 .....    | 7  |
| 图 4：全球工程机械需求主要来自中国、北美、欧洲 .....       | 7  |
| 图 5：2013 年起全国建筑业城镇单位就业人口逐年下降 .....   | 8  |
| 图 6：三一挖掘机国内市占率稳步上升 .....             | 9  |
| 图 7：2016 年起国内工程机械销售额开始回暖 .....       | 10 |
| 图 8：2016 年起国内工程机械销量企稳回升 .....        | 10 |
| 图 9：挖掘机销量占工程机械销量一半以上（2018 年） .....   | 11 |
| 图 10：2016 年起国内挖掘机销量快速增长 .....        | 11 |
| 图 11：2017 年起国内汽车起重机销量高速增长 .....      | 11 |
| 图 12：国内压路机销量增长较为缓慢 .....             | 12 |
| 图 13：2019 年国内推土机销量增速放缓 .....         | 12 |

|  |    |
|--|----|
| 图 14: 2017 年起国内混凝土机械销量高速增长 .....           | 12 |
| 图 15: 工程机械的主要下游应用为房地产和基建施工 .....           | 13 |
| 图 16: 历史上挖掘机销量增速与固定资产投资 (基建) 完成额增速较为吻合 13  |    |
| 图 17: 挖掘机销量增速与房地产开发投资完成额增速吻合度较高 .....      | 14 |
| 图 18: 2018 年国内主要工程机械企业市场份额占比 (销售额口径) ..... | 14 |
| 图 19: 三一重工为国内挖掘机龙头企业 .....                 | 15 |
| 图 20: 国内汽车起重机市场高度集中于徐工、中联重科和三一重工 .....     | 15 |
| 图 21: 徐工为国内压路机龙头企业 .....                   | 15 |
| 图 22: 国内推土机市场中山推一家独大 .....                 | 16 |
| 图 23: 国内混凝土机械市场高度集中于三一和中联重科两家企业 .....      | 16 |
| 图 24: 2017 年起全球工程机械销售额快速上升 .....           | 17 |
| 图 25: 2017 年起全球工程机械销量快速上升 .....            | 17 |
| 图 26: 主要公司历年全球市占率 (销售额口径) .....            | 17 |
| 图 27: 2018 年全球工程机械行业主要公司市场份额占比 (销售额口径) ..  | 17 |
| 图 28: 履带式挖掘机 .....                         | 18 |
| 图 29: 轮式挖掘机 .....                          | 18 |
| 图 30: 2016 年起国内挖掘机销量 (不含出口) 持续增长 .....     | 18 |
| 图 31: 2016 年起我国挖掘机出口量持续攀升 .....            | 19 |
| 图 32: 三一继续保持国内挖掘机行业龙头地位 .....              | 19 |
| 图 33: 国产品牌国内挖掘机市占率持续提升 .....               | 20 |
| 图 34: 卡特彼勒仍为全球挖掘机龙头企业 .....                | 20 |
| 图 35: 汽车起重机 .....                          | 21 |
| 图 36: 履带式起重机 .....                         | 21 |
| 图 37: 随车起重机 .....                          | 21 |
| 图 38: 塔式起重机 .....                          | 21 |
| 图 39: 2017 年以来我国汽车起重机销量持续高速上涨 .....        | 22 |
| 图 40: 国内汽车起重机市场高度集中于国产头部企业 .....           | 22 |
| 图 41: 近四年徐工汽车起重机市占率有所下降, 三一、中联重科稳步提升 .     | 23 |
| 图 42: 混凝土泵车 .....                          | 23 |
| 图 43: 拖泵 .....                             | 23 |
| 图 44: 混凝土搅拌站 .....                         | 23 |
| 图 45: 混凝土搅拌运输车 .....                       | 23 |
| 图 46: 2008 年起国内预拌混凝土产量持续攀升 .....           | 24 |
| 图 47: 近两年我国混凝土机械销量快速上涨 .....               | 24 |
| 图 48: 国内混凝土机械市场高度集中于三一、中联重科两家企业 .....      | 25 |
| 图 49: 2018 年三一重工收入拆分 (亿元) .....            | 25 |
| 图 50: 2017 年起三一重工营业收入持续增长 .....            | 26 |
| 图 51: 2017 年起三一重工归母净利润快速上涨 .....           | 26 |
| 图 52: 三一挖掘机国内市占率稳步上升 .....                 | 26 |
| 图 53: 三一汽车起重机国内市场份额持续上升 .....              | 27 |
| 图 54: 2017 年起三一混凝土机械收入稳定上涨 .....           | 27 |
| 图 55: 近两年三一重工人均产值迅速上升 .....                | 27 |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 56: 三一重工人均产值领先于国内同行 .....           | 28 |
| 图 57: 近两年三一支付给职工的现金占营业收入的比例迅速下降 ..... | 28 |
| 图 58: 2018 年中联重科收入拆分 (亿元) .....       | 29 |
| 图 59: 近三年中联重科营业收入稳定提升 .....           | 30 |
| 图 60: 2017 年起中联重科归母净利润大幅上涨 .....      | 30 |
| 图 61: 中联重科国内汽车起重机市场份额排名第二 .....       | 30 |
| 图 62: 中联重科国内混凝土机械市场份额排名第二 .....       | 31 |
| 图 63: 中联重科平头塔机 .....                  | 31 |
| 图 64: 2017 年起徐工机械营业收入大幅提升 .....       | 32 |
| 图 65: 2016 年起徐工机械归母净利润高速增长 .....      | 32 |
| 图 66: 2018 年徐工机械收入拆分 (亿元) .....       | 33 |
| 图 67: 徐工汽车起重机国内市占率第一 .....            | 33 |
| 图 68: 近两年柳工营业收入快速增长 .....             | 34 |
| 图 69: 近两年柳工归母净利润高速增长 .....            | 34 |
| 图 70: 柳工装载机 .....                     | 35 |
| 图 71: 近三年柳工挖掘机销量快速增长 .....            | 35 |
| 图 72: 2018 年恒立液压收入拆分 (亿元) .....       | 36 |
| 图 73: 液压油缸 .....                      | 37 |
| 图 74: 挖掘机主控阀 .....                    | 37 |
| 图 75: 2017 年起恒立液压营业收入高速增长 .....       | 37 |
| 图 76: 2017 年起恒立液压归母净利润大幅上升 .....      | 37 |
| 图 77: 2018 年艾迪精密收入拆分 (亿元) .....       | 38 |
| 图 78: 艾迪精密液压破碎锤 .....                 | 39 |
| 图 79: 2016 年起艾迪精密营业收入快速上升 .....       | 39 |
| 图 80: 2016 年起艾迪精密归母净利润快速上升 .....      | 39 |
| <br>                                  |    |
| 表 1: 各阶段国家非道路移动机械排放标准 .....           | 6  |
| 表 2: 不同排放阶段挖掘机销量及市场保有量情况 .....        | 6  |
| 表 3: 外资工程机械品牌在中国设厂情况 .....            | 8  |
| 表 4: 国产工程机械产品创下的世界纪录 .....            | 10 |
| 表 5: 三一重工财务数据与估值 .....                | 29 |
| 表 6: 中联重科财务数据与估值 .....                | 32 |
| 表 7: 徐工机械财务数据与估值 .....                | 34 |
| 表 8: 柳工财务数据与估值 .....                  | 36 |
| 表 9: 恒立液压财务数据与估值 .....                | 38 |
| 表 10: 艾迪精密财务数据与估值 .....               | 40 |

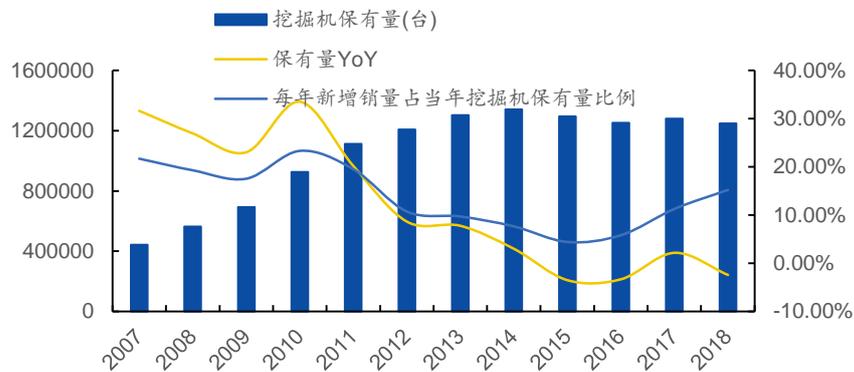
## 核心观点：工程机械，高处不胜寒？

我国工程机械行业自 2016 年下半年复苏以来，主要产品销量不断增长，挖掘机、起重机等产品的月度销量不断创历史新高。与此同时，市场对于工程机械行业复苏的持续性的分歧也越来越大。我们认为，本轮复苏是文火慢攻，与之前强刺激下的大幅周期波动有显著区别。我们建议，未来可以淡化周期、聚焦龙头。

### 1 更新需求占比提升，国内工程机械市场的周期性趋于弱化

近三年国内挖掘机保有量稳中有进，新增销量占比不断提升，但仍处于较低水平。我们使用近 8 年挖掘机的国内实际需求量（国内厂商销量+进口数量-出口数量）之和乘 1.2 计算出我国历年挖掘机保有量。近四年来，我国挖掘机保有量总体保持稳定，而 2016 年起，挖掘机新增销量占当年挖掘机保有量的比例快速上升；2018 年，该占比达到 15.22%，但仍处于较低水平。

图 1：近三年国内挖掘机保有量稳中有进，新增销量占比不断提升



资料来源：中国工程机械工业年鉴，Wind，国元证券研究中心

假设第 T 年的更新需求为第 T-8、T-9、T-10 年销量的平均值，我们计算了历年国内挖掘机更新需求量及其占当年销量的比例。十年来，国内挖掘机更新需求量不断攀升。总体来看，挖掘机更新需求量占当年销量的比例存在长期上升趋势，2018 年更新需求占比接近 80%。

图 2：国内挖掘机更新需求量持续攀升



资料来源：中国工程机械工业年鉴，Wind，国元证券研究中心

**国家环保政策趋紧加速旧机淘汰换新。**今年2月20日，生态环境部发布了《〈非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法（中国第三、四阶段）（GB 20891-2014）修改单（征求意见稿）〉》，修改单中提到“自2020年12月1日起，凡不满足本标准第四阶段要求的非道路移动机械不得生产、进口、销售；不满足本标准第四阶段要求的非道路移动机械用柴油机不得生产、进口、销售和投入使用。”国四标准的实施将强制推动不符合排放标准的非道路工程机械（如挖掘机、推土机、压路机等）淘汰换新，推动工程机械销量进一步上升。

**表 1：各阶段国家非道路移动机械排放标准**

| 排放阶段     | 发布时间      | 实施时间      | 具体政策   |
|----------|-----------|-----------|--|
| 第 I 阶段   | 2007.4.3  | 2007.10.1 | 自规定实施日期之后一年起，所有制造和销售的非道路移动机械用柴油机，其排气污染物排放必须符合本标准要求。  |
| 第 II 阶段  | 2007.4.3  | 2009.10.1 | 自 2015 年 10 月 1 日起，所有制造、销售的非道路移动机械用柴油机，其排气污染物排放必须符合本标准第三阶段要求。自 2016 年 4 月 1 日起，所有制造、进口、销售的非道路移动机械不得装用不符合《非道路标准》第三阶段要求的柴油机（农业机械除外）。农业机械延迟至自 2016 年 12 月 1 日起施行。 |
| 第 III 阶段 | 2013.6.13 | 2016.4.1  | 自 2020 年 12 月 1 日起，凡不满足本标准第四阶段要求的非道路移动机械不得生产、进口、销售；不满足本标准第四阶段要求的非道路移动机械用柴油机不得生产、进口、销售和投入使用。  |
| 第 IV 阶段  | 2019.2.20 | 2020.12.1 |  |

资料来源：生态环境部，国元证券研究中心

截止至 2019 年 7 月，我们估算，于第一阶段排放标准执行时间内生产的挖掘机目前保有量为 11.4 万台，占市场保有量的 9.16%；第二阶段生产的挖掘机保有量为 55.95 万台，占比为 45.06%；第三阶段生产的挖掘机保有量为 56.85 万台，占目前市场保有量的 45.78%。国四标准实施后将产生大量挖掘机等工程机械的更新需求。

**表 2：不同排放阶段挖掘机销量及市场保有量情况**

| 排放阶段     | 执行时间      | 国内市场销量（台） | 市场保有量（台）及占比 |        |
|----------|-----------|-----------|-------------|--------|
| 早于第 I 阶段 | -         | 466003    | 0           | 0%     |
| 第 I 阶段   | 2008.10.1 | 292491    | 113709      | 9.16%  |
| 第 II 阶段  | 2010.10.1 | 638929    | 559541      | 45.06% |
| 第 III 阶段 | 2016.4.1  | 568544    | 568544      | 45.78% |
| 第 IV 阶段  | 2020.12.1 | -         | -           | -      |

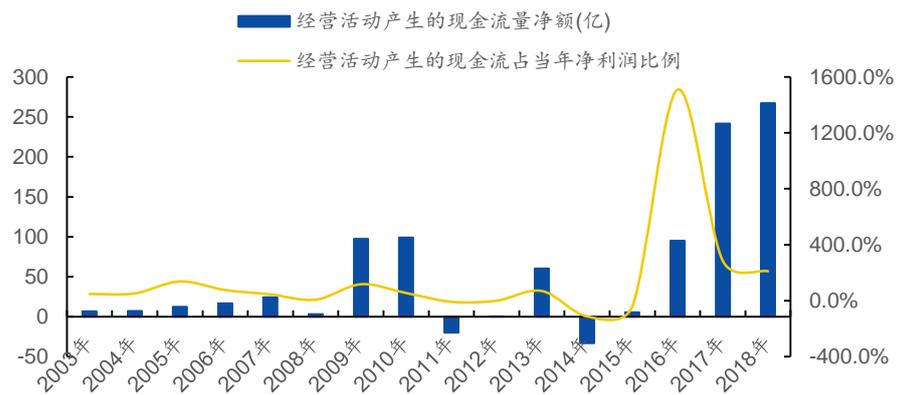
资料来源：国元证券研究中心估算

主机厂更加注重经营质量，销售政策稳健，进一步弱化周期。2009 年~2011 年，

在行业处于快速成长期的时候，主机厂采用激进的销售政策，进一步助推了销量的爆发式增长；在 2012 年行业进入下行周期时，带来了大量的社会库存，使得行业的调整更加漫长。2016 年新一轮上行周期启动，主机厂吸取上一轮周期的经验教训，更加注重现金流及订单质量，严格把控首付比例，采用更加稳健的销售政策，我们认为，这也有助于进一步弱化周期，使行业发展更加稳健。

近三年，国内工程机械行业上市公司经营活动产生的现金流量净额大幅上升，其占当年净利润的比例较 2015 年之前显著提高。

图 3：工程机械行业经营活动产生的现金流量净额大幅上升



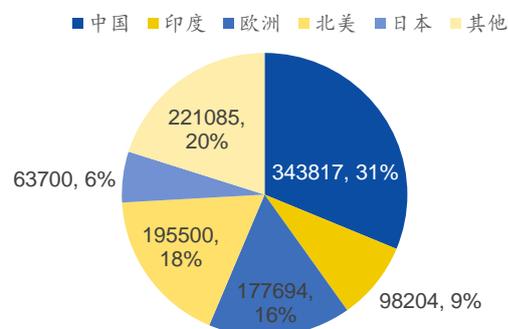
资料来源：中国工程机械工业年鉴，国元证券研究中心

## 2 工程机械的本质功能是解放劳动力，存在长期成长空间

除中国外，全球工程机械需求主要来自北美、欧洲、日本等发达地区。我们认为，工程机械作为一种机械设备，其本质是解放劳动力。因此，工程机械的需求规模与全社会的发展水平正相关。未来随着中国体力劳动者数量的减少，国内市场对工程机械的需求将是长期的、稳定的。

从销量来看，中国是全球工程机械第一大市场。2018 年，全球工程机械销量为 110 万台，同比增长 23%，实现了 2012 年以来的最高水平。销量排名前三的地区或国家分别为：中国、北美、欧洲。

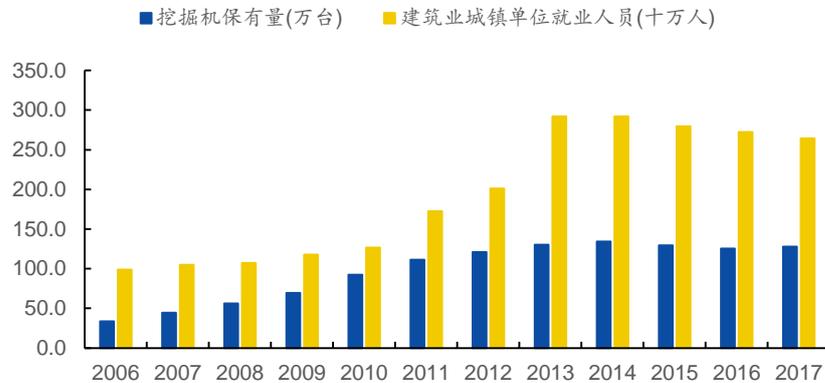
图 4：全球工程机械需求主要来自中国、北美、欧洲



资料来源：Off-Highway Research，国元证券研究中心

以建筑业城镇单位就业人口为例，随着挖掘机等工程机械的大量使用，全国建筑业城镇单位就业人口逐年下降，工程机械的深入使用不断地解放着劳动力。随着未来中国体力劳动者数量的不断减少，国内市场对工程机械的需求将是长期的、稳定的。

图 5：2013 年起全国建筑业城镇单位就业人口逐年下降



资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

### 3 内资品牌成长于充分竞争市场，具备国际竞争力

中国工程机械品牌成长于充分竞争市场，这培养了中国工程机械企业较强的竞争力。一方面，近十年来，全球最大型、施工难度最大的工程项目聚集在中国，对设备的性能参数、可靠性、耐久性的要求比较高，给国产工程机械品牌提供了良好的成长土壤。另一方面，中国作为全球增长最快的工程机械市场之一，聚集了一批优秀的外资品牌，卡特彼勒等国际龙头纷纷进行本土化生产，对内资品牌形成压制的同时，也为中国培养了一大批具备国际视野的工程机械人才，并带来了产业链的需求，为发动机、液压件等核心零部件的国产化提供了机遇。

卡特彼勒早在 1994 年即在中国设厂，目前在中国建有 28 家制造工厂，4 个研发中心，3 个物流和零部件中心，员工超过 16000 人。小松早在 1956 年就开始了在华销售，1995 年起在中国合资建厂，在华发展业务已有六十余年。日立建机、斗山等外资工程机械企业均在 90 年代来华设厂。中国工程机械行业外资林立，竞争激烈。

表 3：外资工程机械品牌在中国设厂情况

| 品牌   | 主要工厂（公司）         | 建立时间   | 工厂（公司）简介   |
|------|------------------|--------|--|
|      | 卡特彼勒（徐州）有限公司     | 1994 年 | 卡特彼勒（徐州）有限公司是卡特彼勒在中国成立的第一家生产型企业，主要生产液压挖掘机产品，现已成为卡特彼勒在华的旗舰工厂。       |
| 卡特彼勒 | 卡特彼勒路面机械（徐州）有限公司 | 2000 年 | 卡特彼勒路面机械（徐州）有限公司属于卡特彼勒土方设备事业部，主要生产压路机和摊铺机，产品以出口为主，主要销往亚非拉美以及中东等地区。 |
|      | 卡特彼勒（苏州）有限公司     | 2006 年 | 卡特彼勒（苏州）有限公司为卡特彼勒中型轮式装载机和平地机在亚太地区的主要生产基地，产品主要销往亚洲、非洲、中东以及南美地区。     |

|      |                |       |   |
|------|----------------|-------|---|
|      | 卡特彼勒(天津)有限公司   | 2010年 | 卡特彼勒(天津)有限公司是卡特彼勒在天津成立的全资子公司,为目前卡特彼勒在亚太最大的单体投资,是卡特彼勒在中国唯一一家生产大型发动机和发电机组的工厂。               |
|      | 卡特彼勒(吴江)有限公司   | 2011年 | 卡特彼勒(吴江)有限公司工厂占地面积110466m <sup>2</sup> ,主要生产300系列小型液压挖掘机,供应全球市场。                          |
|      | 小松山推工程机械有限公司   | 1995年 | 小松山推工程机械有限公司由小松制作所和山推工程机械股份有限公司合资建立,采用小松制作所的技术设备,生产PC200-6、PC220-6系列液压挖掘机。                |
| 小松   | 小松(常州)工程机械有限公司 | 1995年 | 小松常州是由小松(中国)投资有限公司与常林股份有限公司、日本住友商事株式会社共同出资设立的中外合资企业。主要产品:20-40吨液压挖掘机、4-12吨轮式装载机、自卸卡车和冲压机。 |
|      | 小松(山东)工程机械有限公司 | 2004年 | 小松山东目前拥有包括液压挖掘机、大型矿用自卸卡车、关键液压零部件、底盘件等诸多事业,是小松集团在海外各项业务最齐全的重要生产基地。                         |
| 日立建机 | 日立建机(中国)有限公司   | 1995年 | 日立建机(中国)有限公司由日本日立建机株式会社、日本三菱商事株式会社、香港暨永实业有限公司合资组建,主营日立挖掘机的制造和设计,及建筑机械的销售、服务、配件供应。         |
| 斗山   | 斗山工程机械(中国)有限公司 | 1994年 | 斗山工程机械(中国)有限公司是韩国企业斗山独资建立的中国工厂,成立于1994年10月,1996年6月竣工投产,主要生产挖掘机、履带装载机、轮式装载机和滑移式装载机。        |

资料来源:公开资料整理,国元证券研究中心

在外资林立、充分竞争的市场中,依然有很多国产厂商如三一、徐工、中联重科等公司茁壮成长起来。以三一重工为例,三一现已发展成为国内挖掘机龙头企业,且其挖掘机国内市占率持续提升。2018年三一挖掘机产品在国内市场销售量达到40543台,市占率达23.07%;2019年前五月销售挖掘机28064台,市占率进一步提升至25.63%。

图6:三一挖掘机国内市占率稳步上升



资料来源:Wind,国元证券研究中心

近年来，我国企业推出了全球最大塔式起重机，全球臂架最长混凝土泵车，全球起重最大履带式起重机，700吨液压挖掘机等世界领先的工程机械产品。国产工程机械产品屡次打破世界纪录，表明我国工程机械企业已具备一定的国际竞争实力。

表 4：国产工程机械产品创下的世界纪录

| 产品发布时间 | 发布产品           | 品牌   | 产品简介  |
|--------|----------------|------|---|
| 2012年  | 全球最大回转自升式塔式起重机 | 中联重科 | 中联重科在2012年推出了“起重力矩最大，综合起重能力最强”的全球最大塔式起重机 D5200-240。             |
| 2012年  | 全球臂架最长混凝土泵车    | 中联重科 | 中联重科的101米碳纤维臂架泵车 ZLJ5910THBS 101-7RZ 打破了吉尼斯世界纪录，成为了全球臂架最长混凝土泵车。 |
| 2013年  | 全球起重最大履带式起重机   | 徐工   | 徐工研发出了我国首台4000吨级履带式起重机 XGC8800，并成功成为全球起重量最大的履带式起重机。             |
| 2018年  | 700吨液压挖掘机      | 徐工   | 徐工700吨液压挖掘机下线标志着中国成为世界上继德国、日本、美国后，第4个具备700吨级以上液压挖掘机研发制造能力的国家。   |

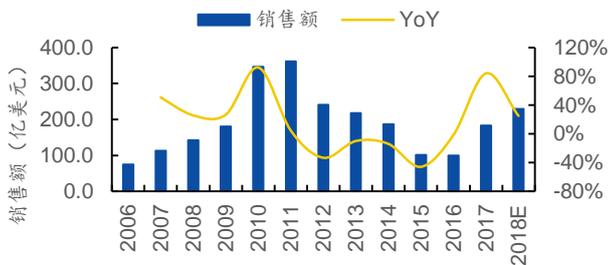
资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

## 一、工程机械行业概况

### 1.1 国内工程机械市场规模持续攀升

自2016年以来，工程机械行业进入新一轮上升周期，叠加国内基建投入增长、房地产行情回暖等因素，国内工程机械市场规模持续高速增长，据估计，2018年国内工程机械产品销售额达229.3亿美元，同比增长25.0%，销量达27.2万台，同比增长25.5%。

图 7：2016年起国内工程机械销售额开始回暖



资料来源：Wind，国元证券研究中心

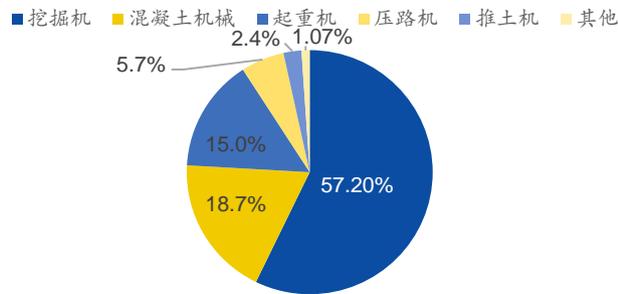
图 8：2016年起国内工程机械销量企稳回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

工程机械主要包括挖掘机、各类混凝土机械、起重机、压路机、推土机、装载机等机械设备。由于挖掘机用途最为广泛，所以其销量占比最高，约占工程机械销量的57.2%；各类混凝土机械约占18.7%；起重机约占15.0%；压路机约占5.7%；推土机约占2.4%。

图 9：挖掘机销量占工程机械销量一半以上（2018年）



资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心估算

挖掘机是工程机械的代表性产品，2018年国内挖掘机销量达18.43万台，同比增长41.10%，超过2011年17.38万台达到历史新高。2019年挖掘机销量继续保持上升趋势，前七月累计销售13.51万台，同比增长12.02%。

图 10：2016年起国内挖掘机销量快速增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

起重机设备中以汽车起重机为主，2017年以来，我国汽车起重机销量持续高速上涨，2018年销售汽车起重机3.23万台，同比增长58.48%；2019年前六月销售2.50万台，同比增长50.10%。

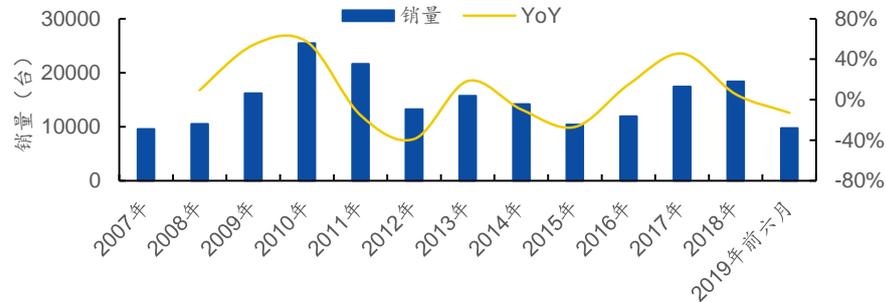
图 11：2017年起国内汽车起重机销量高速增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

相比于其他工程机械，近几年压路机销量增长较为缓慢。2018年国内压路机销量达到1.84万台，同比增长5.48%；2019年前六月销售压路机0.98万台，同比下降12.89%。

图 12：国内压路机销量增长较为缓慢



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

2016年起，国内推土机销量高速上涨。至2018年，我国推土机销量达7600台，同比增长33.17%；2019年推土机销量出现下降趋势，2019年前六月国内售出推土机3295台，同比下降26.34%。

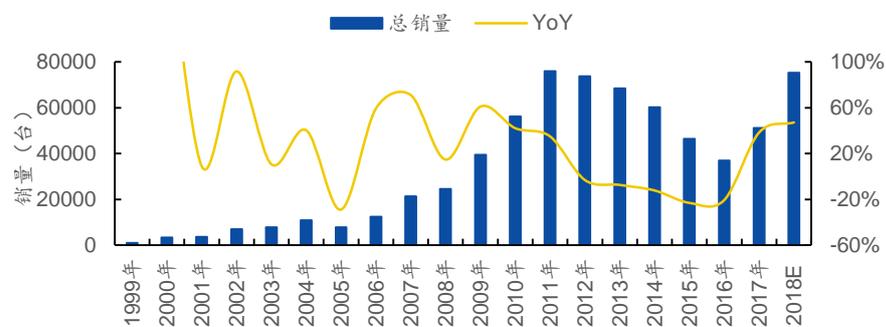
图 13：2019年国内推土机销量增速放缓



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

受益于预拌混凝土销量持续增长，近三年我国混凝土机械销量持续攀升，2018年估计销量为7.5万台，同比增长约47.3%，仍有较大上升空间。

图 14：2017年起国内混凝土机械销量高速增长

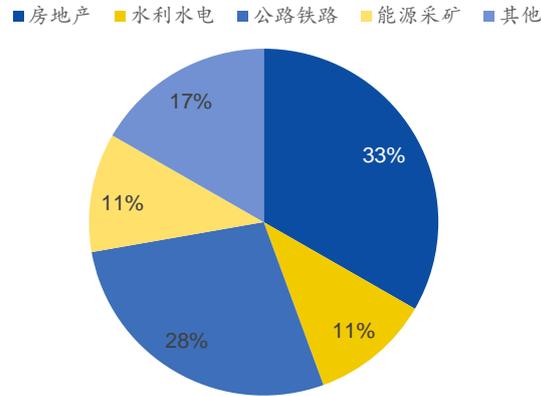


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

## 1.2 工程机械主要下游应用包括基建及房地产

工程机械的下游应用主要为房地产开发和基础设施建设，其中房地产应用约占 33%，水利水电约占 11%，公路铁路约占 28%，能源采矿约占 11%。

图 15：工程机械的主要下游应用为房地产和基建施工



资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

挖掘机是工程机械的代表性产品，我们以挖掘机销量增速代表工程机械发展情况，研究工程机械行业发展与基建和房地产行业发展的关系。

总体来看，挖掘机销量增速与固定资产投资（基建）完成额的增长趋势较为吻合，而 2016 年以来两者走势出现背离。我们认为，这是由于在 2016 年之前，挖掘机的销量受基建投资政策的影响较大，并表现出较强的周期性；2016 年以来，挖掘机增长的驱动因素日益多元化，除了基建投资拉动以外，更新需求、环保要求、应用场景多元化等成为新的驱动力。因此，2016 年后挖掘机销量增速和基建固定资产投资增速出现了一定的背离。

图 16：历史上挖掘机销量增速与固定资产投资（基建）完成额增速较为吻合



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

今年 6 月，中央发布“专项债”政策，积极鼓励各地方政府加大基础设施建设投入。基建的新一轮发展有望拉长本轮工程机械行业周期，从而进一步带动工程机械行业的总体增长。

从挖掘机销量增速与房地产开发投资完成额增速关系来看，两者趋势吻合度较好。我们认为，受益于房地产行业回暖，挖掘机、起重机、混凝土机械等工程机械的需求量将进一步增加，工程机械行业有望继续保持增长趋势。

图 17：挖掘机销量增速与房地产开发投资完成额增速吻合度较高

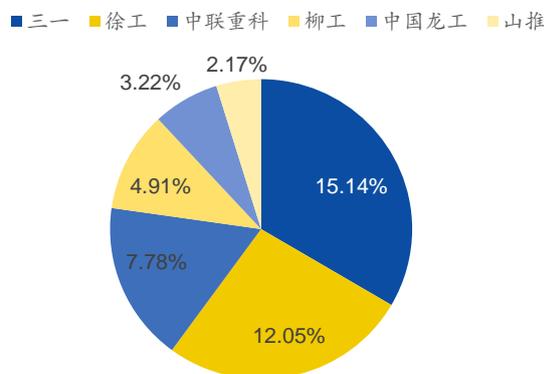


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

### 1.3 国内市场逐渐向头部企业集中，马太效应凸显

以销售额为统计口径，2018 年国内主要工程机械企业（不包括国外品牌）中三一市场份额占比为 15.14%，徐工（上市业务部分）占比为 12.05%，中联重科占比为 7.78%，柳工占比为 4.91%，中国龙工占比为 3.22%，山推占比为 2.17%。

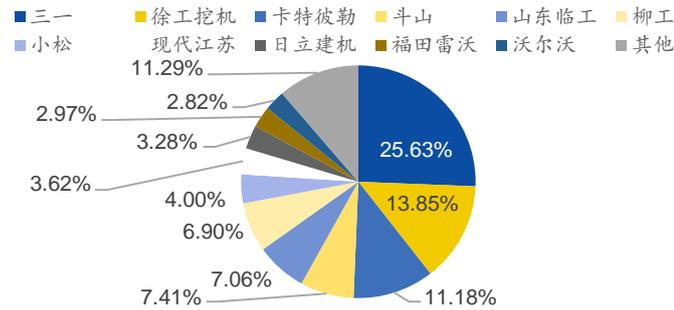
图 18：2018 年国内主要工程机械企业市场份额占比（销售额口径）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

三一重工为国内挖掘机龙头企业，2019 年前五月其挖掘机市占率达 25.63%，较 2018 年提升 2.56pct。徐工前五个月挖掘机市占率达 13.85%，较 2018 年提升 2.33pct，国内市占率排名由第三提升至第二。全球工程机械龙头卡特彼勒前五个月国内挖掘机市占率为 11.18%，较 2018 年下降 1.83pct，排名下降至第三。斗山/山东临工/柳工/小松市占率分别为 7.41%/7.06%/6.90%/4.00%。2019 年前五月挖掘机行业 CR3 达 50.65%，较 2018 年提升 3.06pct，市场份额进一步向头部企业集中。

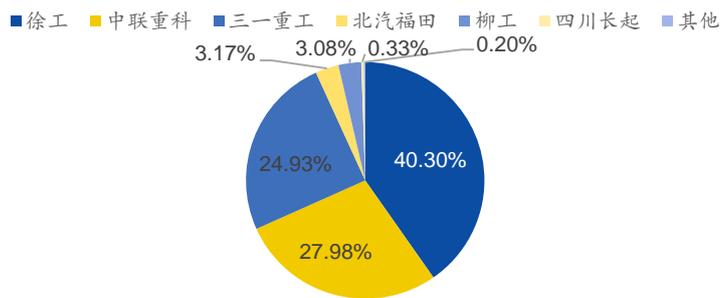
图 19：三一重工为国内挖掘机龙头企业



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

徐工为国内汽车起重机龙头企业，2019 年前四月其市占率为 40.30%，较 2018 年下降 5.48pct。中联重科前四月市占率达 27.98%，较 2018 年提升 4.82pct。三一前四月市占率达 24.93%，较 2018 年提升 2.60pct。CR3 高达 93.22%，较 2018 年进一步提升 1.94pct。

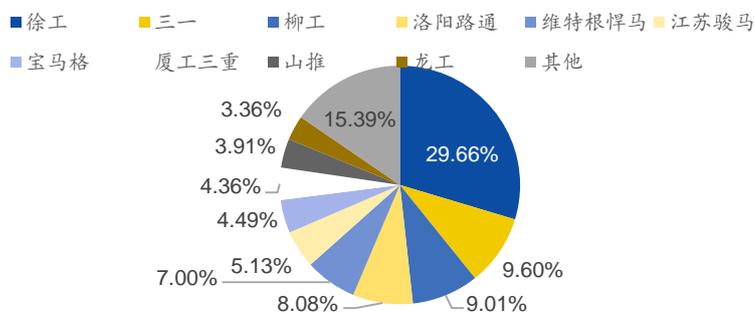
图 20：国内汽车起重机市场高度集中于徐工、中联重科和三一重工



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

国内压路机市场竞争较为激烈，呈现一超多强态势。压路机龙头徐工 2019 年前五月市占率为 29.66%，较 2018 年提升 2.17pct。三一前五月市占率为 9.60%，较 2018 年提升 1.53pct。柳工前五月市占率为 9.01%，较 2018 年大幅提升 5.48pct。CR3 达到 48.27%，较 2018 年大幅提升 9.18pct。

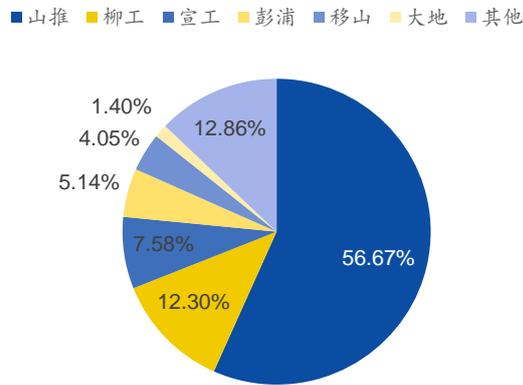
图 21：徐工为国内压路机龙头企业



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

国内推土机市场为山推一家独大的局面，2019 年前五月山推推土机市场份额为 56.67%，较 2018 年下降 7.08pct。柳工前五月市占率为 12.30%，较 2018 年提升 5.44pct。宣工前五月市占率为 7.58%，较 2018 年提升 1.08pct。CR3 达 76.55%，较 2018 年小幅下降 0.55pct。

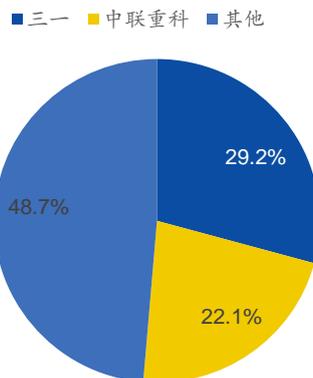
图 22：国内推土机市场中山推一家独大



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

国内混凝土机械市场，尤其是中高端泵车及搅拌车市场高度集中于三一重工和中联重科两家企业。2018 年三一重工混凝土机械销售额达 169.64 亿元，中联重科混凝土机械销售额为 101.65 亿元。根据销售额估算，三一 2018 年混凝土机械国内市占率约为 29.2%，中联重科市占率约为 22.1%，CR2 达 51.3%，国内混凝土机械市场集中度较高。

图 23：国内混凝土机械市场高度集中于三一和中联重科两家企业



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

#### 1.4 全球工程机械市场规模快速增长，国产品牌份额不断提升

近两年工程机械全球市场同样保持快速增长趋势，据估计，2018 年全球工程机械销售额达 1083 亿美元，同比增长约 23%，超过 2011 年的 1072 亿美元达到历史新高；工程机械全球销量达 110.0 万台，同比增长约 23%，同样超过 2011 年的 102.7 万台达到新高。

图 24：2017 年起全球工程机械销售额快速上升



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 25：2017 年起全球工程机械销量快速上升

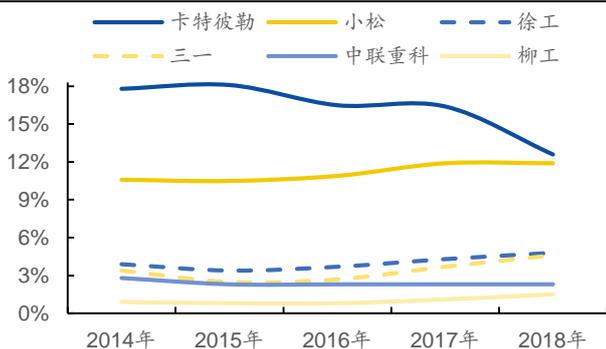


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

2018 年全球工程机械市场中，卡特彼勒继续保持全球龙头地位，但近年来市场份额下滑严重。其 2017 年工程机械业务全球市占率为 16.4%，2018 年下滑至 12.6%，下降 3.8pct。最近五年小松市占率波动不大，稳定保持全球第二大工程机械公司的位置。近两年小松全球市占率均保持在 11.9%，与卡特彼勒的市场份额已相差不多。2018 年迪尔收购维特根公司，市占率排名由全球第 9 提升至第 3，达到 5.5%。日立建机 2018 年全球市占率为 5.5%，较 2017 年提高 0.4pct。沃尔沃 2018 年市占率为 5.2%，较上一年度提升 0.4pct。利勃海尔、斗山全球市占率均有小幅下滑。

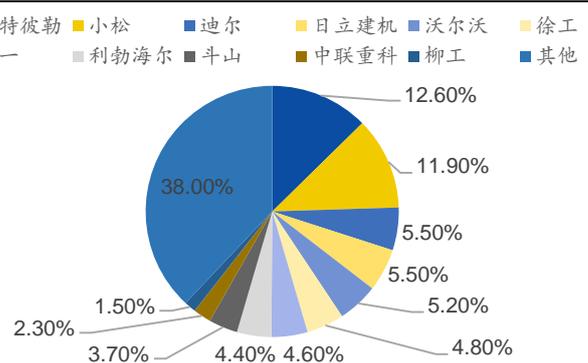
国产品牌全球市场份额不断提升。徐工集团的市场份额近年来有所提升，2018 年全球市占率达 4.8%，较上一年度提升 0.5pct，市占率排名全球第 6。三一重工近四年全球市占率快速提升，从 2015 年仅占 2.5%提升至 2018 年的 4.6%，全球排名跃升至第 7。中联重科市占率近四年保持稳定，持续保持在 2.3%左右，2018 年全球排名第 13。柳工 2018 年市占率达到 1.5%，较 2017 年提升 0.4pct，市占率持续提升，2018 年全球排名第 21。

图 26：主要公司历年全球市占率（销售额口径）



资料来源：《国际建设》，国元证券研究中心

图 27：2018 年全球工程机械行业主要公司市场份额占比（销售额口径）



资料来源：《国际建设》，国元证券研究中心

## 二、挖掘机：国产品牌从国内一流走向世界一流

挖掘机是一种多用途土石方施工机械，为工程机械中最重要的产品之一，其需求量

约占工程机械总需求量的一半。挖掘机用途极为广泛，主要进行土石方挖掘、装载，还可进行土地平整、修坡、吊装、破碎、拆除、开沟等作业，在房屋地基建设、公路铁路等道路施工、采矿及水利施工中得到广泛应用，所以挖掘机兼有推土机、装载机、起重机等其他工程机械的功能，能在一定程度上代替这些机械工作。

图 28：履带式挖掘机



图 29：轮式挖掘机



资料来源：三一官网，国元证券研究中心

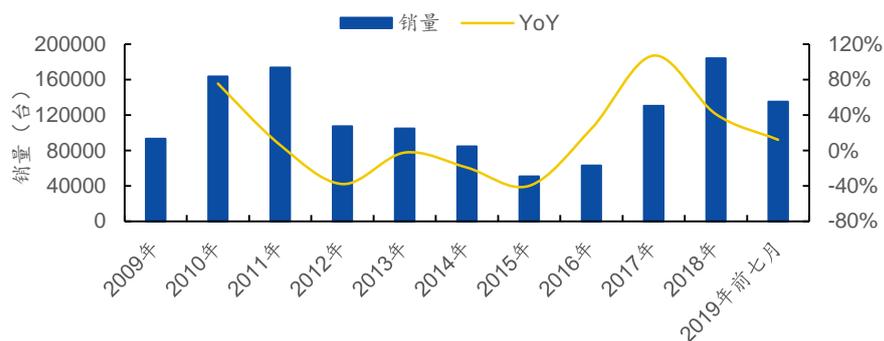
资料来源：三一官网，国元证券研究中心

近年来，由于老旧挖机更新高潮到来、国家“基建补短板”政策出台、“国四”环保排放要求即将实施，极大推动了挖掘机购买需求，挖掘机销量有望在未来三年持续增长。2018 年国内挖掘机销量为 18.43 万台，达到历史新高。同时，国产挖机出口量激增，去年出口挖掘机 1.9 万台，同比大幅增长 97.5%。

### 2.1 挖掘机国内销量持续增长，国产品牌出口量大幅增加

挖掘机是工程机械中最重要的产品之一，其需求量约占工程机械总需求量的一半。2018 年国内挖掘机销量（不含出口）达 18.43 万台，同比增长 41.10%，超过 2011 年的 17.38 万台达到历史新高。2019 年挖掘机销量继续保持上升趋势，前七月累计销售 13.51 万台，同比增长 12.02%。近年来，由于老旧挖机更新高潮到来、国家“基建补短板”政策出台、“国四”环保排放要求即将实施，极大推动了挖掘机购买需求，并有望在未来三年持续平稳增长。

图 30：2016 年起国内挖掘机销量（不含出口）持续增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

自 2016 年以来，我国挖掘机出口量持续提升，国产品牌全球影响力逐渐扩大。2018 年出口量达 19100 台，同比大幅增长 97.48%；2019 年前七月累计出口 14491 台，同比增长 35.67%。

图 31：2016 年起我国挖掘机出口量持续攀升

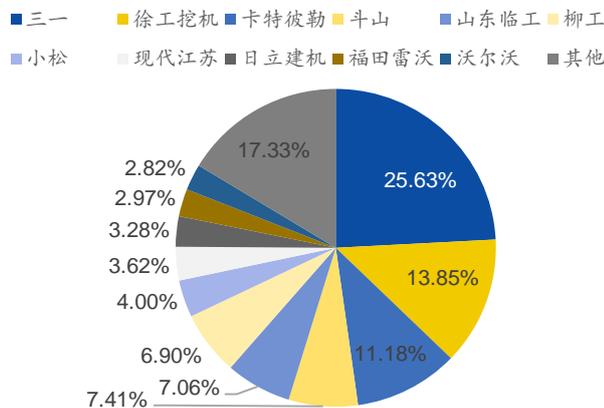


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

## 2.2 国内挖掘机市场集中度持续提高，国产替代不断加深

国内挖掘机市场集中度不断提高，马太效应凸显。三一重工为国内挖掘机龙头企业，2019 年前五月其挖掘机市占率达 25.63%，较 2018 年提升 2.56pct。徐工前五个月市占率达 13.85%，较 2018 年提升 2.33pct，国内市占率排名由第三提升至第二。全球工程机械龙头卡特彼勒前五个月国内挖掘机市占率为 11.18%，较 2018 年下降 1.83pct。斗山/山东临工/柳工/小松市占率分别为 7.41%/7.06%/6.90%/4.00%。2019 年前五月挖掘机 CR3 达 50.65%，较 2018 年提升 3.06pct，市场份额进一步向头部企业集中。

图 32：三一继续保持国内挖掘机行业龙头地位

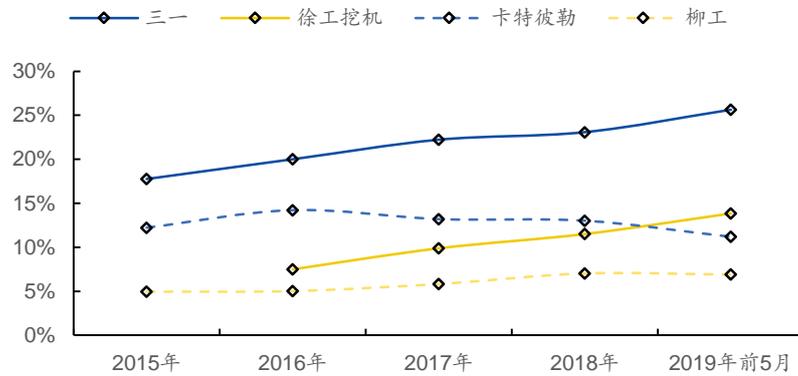


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

国产挖掘机市场份额持续提升，国外品牌市占率不断下降，国有品牌替代程度进一步加深。多年来，三一重工一直保持着国内挖掘机龙头的地位，且其挖掘机市占率连年提升。自 2015 年至 2019 年前 5 月，其国内市占率从 17.74% 上升至 25.63%，提升 7.89pct。2016 年以来，全球工程机械龙头卡特彼勒在中国的挖掘机市占率不断下滑，2019 年前五月市占率排名已下降至国内第三水平。徐工挖机近几年市占率上升趋势明显，本年度已超过卡特彼勒达到国内第二水平。柳工挖掘机市占率稳中

有进，近年来市场份额持续小幅增长。

图 33：国产品牌国内挖掘机市占率持续提升



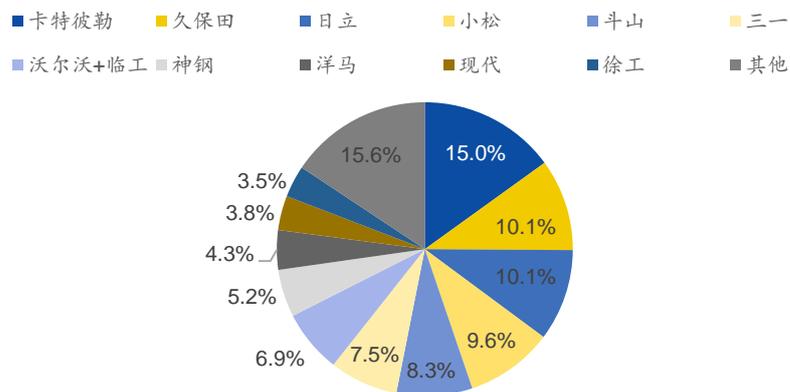
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

### 2.3 国产挖掘机全球市占率仍有上升空间

以销量口径来看，2018年，卡特彼勒挖掘机全球市占率约为15.0%，为全球挖掘机龙头。久保田主要销售小型挖掘机，销量较高，其全球挖掘机市占率约为10.1%。日立与久保田挖掘机销量基本相等，市占率约为10.1%。小松挖掘机全球市占率为9.6%左右，斗山市占率为8.3%左右。

三一重工挖掘机全球市占率约为7.5%，排名世界第六，且仍有上升趋势。沃尔沃2006年收购山东临工70%股份，临工成为沃尔沃子公司，故一同统计。沃尔沃与临工挖掘机销量总和约占全球销量的6.9%。徐工挖掘机全球销量占比约为3.5%。

图 34：卡特彼勒仍为全球挖掘机龙头企业



资料来源：公开资料整理, 国元证券研究中心

在国际市场上，国产挖掘机市场份额与国外部分品牌尚有一定差距，国产挖掘机全球市占率仍有上升空间。

### 三、起重机：销量稳定增长，国内市场高度集中

起重机是在一定范围内垂直提升和水平搬运重物的多动作吊装机械，广泛应用于房屋建筑工地、轨道交通建设、风电设施建设、桥梁搭设、港口作业等，是各类基建施工中的重要工程机械。起重机门类众多，主要分为汽车起重机、履带式起重机、随车起重机、塔式起重机、门式起重机、桥式起重机等。

汽车起重机将起重机安装在汽车底盘上，符合公路车辆的技术要求，可在各类公路上行驶，起重量范围大，是产量最高，使用最广泛的起重机类型。履带式起重机是一种高层建筑施工用的起重机，履带接地面积大，通过性好，适应性强，可带载行走，适用于建筑工地的吊装作业。随车起重机是装配于载货汽车上，使货车实现自装自卸的起重机。塔式起重机主要用于房屋建筑施工中物料的垂直和水平输送及建筑构件的安装。桥式起重机是横架于车间、仓库和料场上空进行物料吊运的起重设备。门式起重机是桥式起重机的一种变形，又称龙门吊，主要用于室外货场装卸作业，多见于港口。

图 35：汽车起重机



资料来源：三一官网，国元证券研究中心

图 36：履带式起重机



资料来源：三一官网，国元证券研究中心

图 37：随车起重机



资料来源：三一官网，国元证券研究中心

图 38：塔式起重机

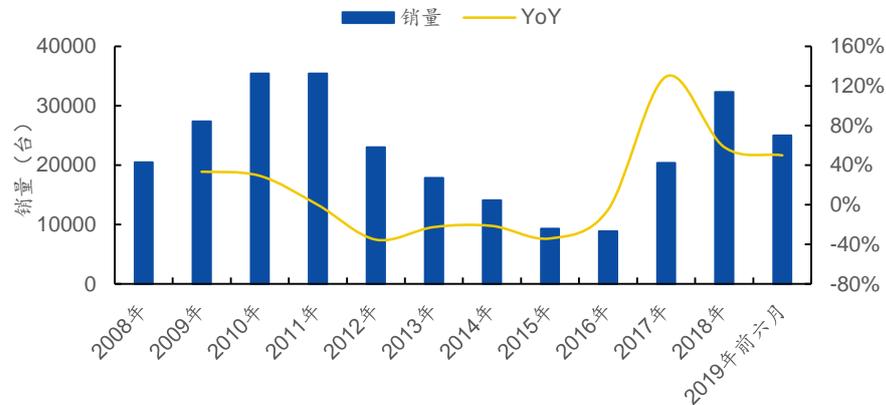


资料来源：三一官网，国元证券研究中心

起重机设备中以汽车起重机为主,2017 年以来,我国汽车起重机销量持续高速上涨,2018 年销售汽车起重机 3.23 万台,同比增长 58.48%;2019 年前六月销售 2.50

万台，同比增长 50.10%。由于房地产行业回暖、基建投入增速加大，今后两年起重机械行业有望继续稳定增长。

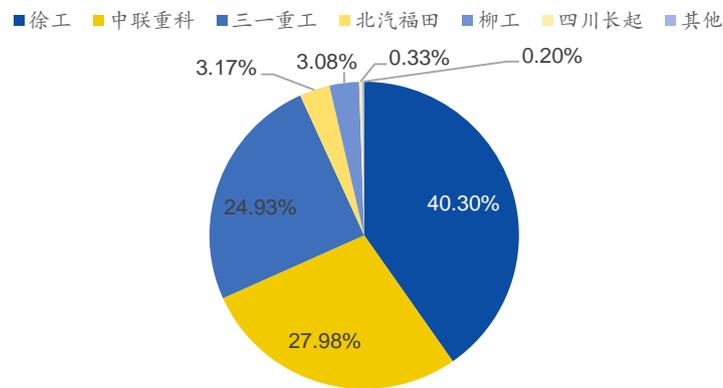
图 39：2017 年以来我国汽车起重机销量持续高速上涨



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

国内汽车起重机市场主要以国产品牌产品为主，且市场高度集中，国外品牌产品市场份额极小。徐工为国内汽车起重机龙头，2019 年前四月其市占率为 40.30%；中联重科本年度前四月市占率达 27.98%；三一本年度前四月市占率达 24.93%。CR3 高达 93.22%，较 2018 年进一步提升 1.94pct。

图 40：国内汽车起重机市场高度集中于国产头部企业



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

近四年，徐工虽然持续保持国内汽车起重机龙头地位，但其市占率一直有所下滑，已从 2016 年的 52.80% 下降到 40.30%，下降幅度达 12.5pct。中联重科与三一汽车起重机市占率相差不大且都呈逐年上升趋势，正逐渐接近行业龙头的市占率水平。2015 年至 2019 年前 4 月，中联重科汽车起重机国内市占率从 21.4% 增长至 27.98%，提升了 6.58pct；三一汽车起重机国内市占率从 20.53% 增长至 24.93%，提升了 4.50pct。

图 41：近四年徐工汽车起重机市占率有所下降，三一、中联重科稳步提升



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

#### 四、混凝土机械：中国企业已成全球领导者

混凝土机械主要应用于公路建设、铁路建设、房地产建设、轨道交通基础设施建设等领域，主要包括混凝土泵车、混凝土泵、混凝土搅拌站、混凝土搅拌运输车等，其中属泵车和搅拌车所占比重最大。

混凝土泵是利用压力将混凝土沿管道连续输送的机械。混凝土泵车是载重汽车与混凝土泵的结合，将混凝土泵安装于专用汽车底盘上，实现可移动地输送混凝土。混凝土搅拌站是用来集中搅拌混凝土的联合装置，又称混凝土预制场，主要由搅拌主机、物料称量系统、物料输送系统、物料贮存系统和控制系统五大系统和其他附属设施组成。混凝土搅拌运输车是用来运送预拌混凝土的专用卡车，卡车上装有搅拌筒用以运载混合后的混凝土，在运输过程中始终保持搅拌筒转动，以保证混凝土不凝固。

图 42：混凝土泵车



资料来源：三一官网, 国元证券研究中心

图 43：拖泵



资料来源：三一官网, 国元证券研究中心

图 44：混凝土搅拌站



资料来源：三一官网, 国元证券研究中心

图 45：混凝土搅拌运输车



资料来源：三一官网, 国元证券研究中心

混凝土机械销量与预拌混凝土销量密切相关。2016年后，由于基建、房地产等投入持续增加造成预拌混凝土销售量不断上升，据估计2017年预拌混凝土销量同比增长3.11%，达到19.69亿立方米；2018年同比增长9.26%，达到21.52亿立方米。受益于预拌混凝土销量的持续上涨，近年来混凝土机械销量持续攀升。

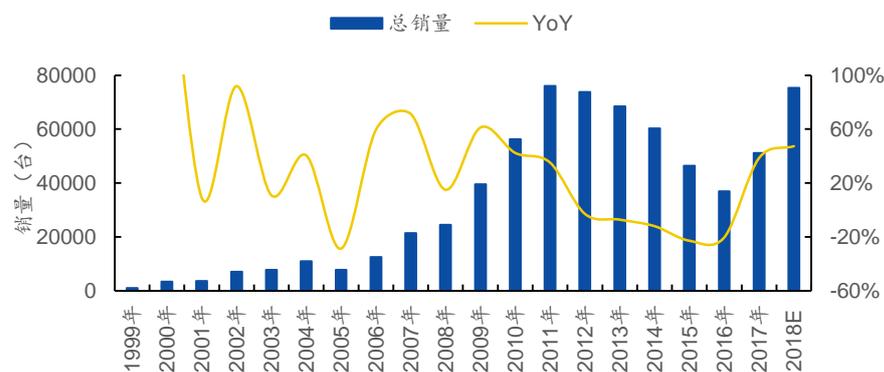
图 46：2008 年起国内预拌混凝土产量持续攀升



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

2008年后，受益于国内预拌混凝土销量快速上升，国内混凝土机械销售量激增，到2011年达到第一轮高峰。2017年我国混凝土机械销量回暖，2018年估计销量为7.5万台，同比增长约47.3%。近期国内混凝土机械需求旺盛，三一、中联重科等企业混凝土机械销量持续大幅增高，2018年三一重工混凝土机械业务增长了34.6%，中联重科增长了38.6%。2019年，混凝土机械有望成为各工程机械企业营业利润的主要增长点。

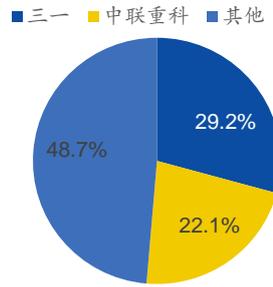
图 47：近两年我国混凝土机械销量快速上涨



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

国内混凝土机械市场，尤其是泵车及搅拌车市场高度集中于三一和中联重科两家公司。2018年三一混凝土机械销售额达169.64亿元，中联重科混凝土机械销售额为101.65亿元。根据销售额估算，三一2018年混凝土机械国内市占率约为29.2%，中联重科市占率约为22.1%，CR2达51.3%，国内混凝土机械市场集中度较高。

图 48：国内混凝土机械市场高度集中于三一、中联重科两家企业



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

### 收购全球“三巨头”，中国成为混凝土机械制造大国。

2008年9月，中联重科联合EP机构实现对意大利CIFA公司的收购。CIFA是一家意大利的工程机械制造商，收购前是欧美排名第二的砼输送泵、泵车的制造商。2012年4月，三一重工完成了对德国普茨迈斯特(大象)的收购，作价3.6亿欧元，三一通过并购加快了公司实现国际化的步伐。2012年7月，徐工集团与德国施维英完成股权交割仪式，完成后，徐工集团持有施维英52%的股权，施维英是德国老牌的混凝土机械制造商，2011年销售排名全球工程机械第38位。

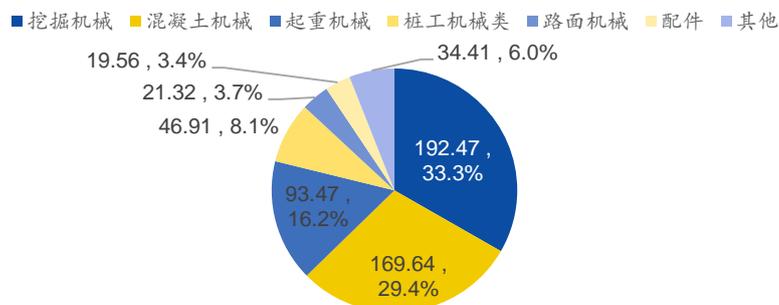
2015-2017年，中联重科和三一重工合计在全球市场占有率已超过50%以上。我国混凝土产量已连续多年超过世界混凝土产量的50%，混凝土工程规模及从业者人数均居世界首位。

## 五、主要企业

### 5.1 三一重工：全球混凝土机械王者，国内挖掘机龙头企业

三一重工是全球工程机械装备制造业领先企业之一，公司产品包括混凝土机械、挖掘机械、起重机械、桩工机械、筑路机械等。其混凝土机械市场份额全球第一，挖掘机市场份额国内第一，大吨位起重机、旋挖钻机、路面成套设备等主导产品已成为中国第一品牌。挖掘机械是三一最重要的业务，2018年，挖机业务收入占营业总收入的33.3%；混凝土机械、起重机械收入同样占比较大，分别占总收入的29.4%和16.2%。

图 49：2018年三一重工收入拆分（亿元）

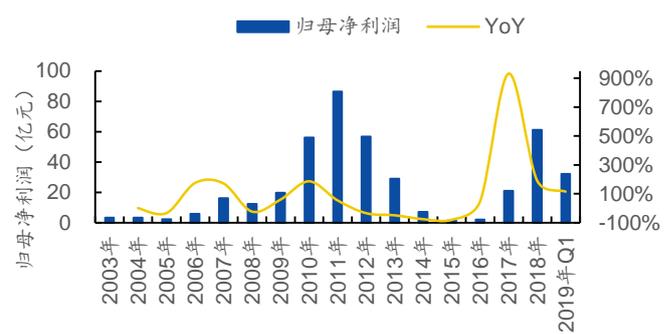


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

2016年以来，三一重工经营状况良好，营业收入持续增长，2018年营收达到558.22亿元，同比增长45.61%；2019年一季度营收达到212.95亿元，大幅增长75.14%。2017年起公司归母净利润高速增长，2018年实现归母净利润61.16亿元，同比增长192.35%，2019年一季度达32.21亿元，同比增长114.71%。根据业绩预告，2019年上半年三一重工归母净利润为65亿元到70亿元，同比增长91.82%到106.58%，仅半年利润就达到去年全年水平。

图 50：2017 年起三一重工营业收入持续增长

图 51：2017 年起三一重工归母净利润快速上涨



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

2017年以来，三一重工利润高速增长的主要原因有：宏观层面上，国家基建投入增长、人工替代程度加深拉动了工程机械需求，环保政策推进促使老旧机械加速更新换代进程；公司层面上，公司大力推进数字化与智能制造，经营质量、经营效率、人均产值持续大幅提升，成本费用有效控制，盈利水平大幅提高。此外，公司核心竞争力持续增强，挖掘机械、混凝土机械、起重机械等主导产品国内及国际市场份额持续提升。

三一为国内挖掘机行业龙头企业，且长期以来，三一挖掘机国内市场份额稳步提升。2018年其挖掘机产品在国内市场销售量达到40543台，市占率达23.07%。2019年前五月销售挖掘机28064台，市占率进一步提升至25.63%。

图 52：三一挖掘机国内市占率稳步上升



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

近年来，三一重工汽车起重机国内市场份额保持上升趋势，2018年其汽车起重机在

国内市场市占率达 22.33%，2019 年前四月进一步提升至 24.93%。

图 53：三一汽车起重机国内市场份额持续上升



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

三一重工自 2012 年收购全球混凝土机械龙头普茨迈斯特后，其全球混凝土机械市占率大幅提升，现已成为全球混凝土机械龙头企业。公司混凝土机械业务收入持续增长，2018 年达到 169.64 亿元，同比增长 34.63%；扣除普茨迈斯特部分后混凝土机械收入为 117.48 亿元，同比增长 51.96%。据估计，2018 年其混凝土机械国内市占率约为 29.2%，泵车市占率在 45% 以上，且仍有上升趋势。

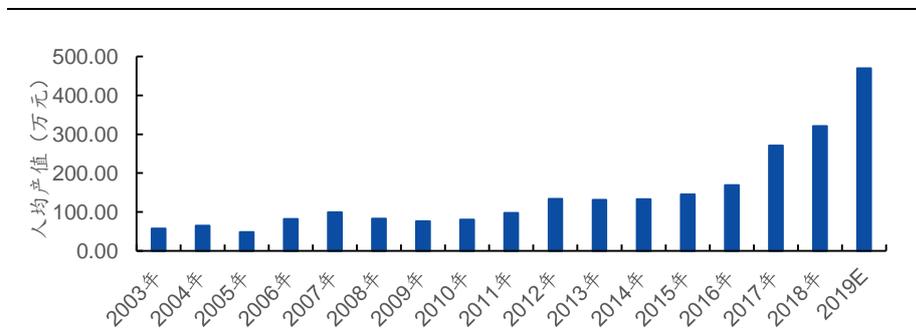
图 54：2017 年起三一混凝土机械收入稳定上涨



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

从人均产值来看，三一重工生产效率不断提升，2018 年人均产值达到 321.13 万元。我们预计 2019 年三一人均产值可达到 470 万元。

图 55：近两年三一重工人均产值迅速上升

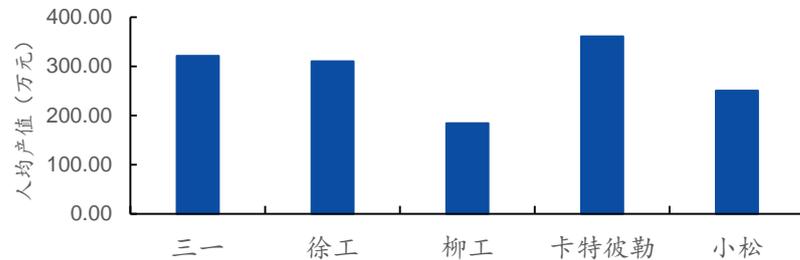


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

从与同行业公司对比来看，2018 年三一重工人均产值 321.13 万元，高于国内其他

公司，已经接近全球工程机械龙头卡特彼勒。我们预计，三一重工 2019 年人均产值有望进一步提升至 470 万元，超过卡特彼勒、小松等全球工程机械龙头公司，显示公司生产效率已达到国际领先水平。

图 56：三一重工人均产值领先于国内同行



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

得益于公司生产效率的持续提升及工厂自动化水平的提升，近三年，支付给职工的现金占营业收入的比例不断下降，2018 年降至 8.31%。这也反应了公司生产效率的提高。

图 57：近两年三一支付给职工的现金占营业收入的比例迅速下降



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

受益于工程机械行业周期性回暖，叠加三一核心产品市场份额持续上升、生产组织效率大幅提升等因素，我们认为，公司具备良好的长期成长性，其营业收入及利润有望保持长期稳定增长。

我们预计，三一重工 2019 年到 2021 年营业收入分别为 771.62 亿元、887.96 亿元、973.37 亿元，分别同比增长 38.23%、15.08%、9.62%；归母净利润分别为 112.88 亿元、143.15 亿元、162.17 亿元，归母净利润分别同比增长 84.55%、26.82%、13.29%。给予“买入”评级。

风险提示：1) 基建固定资产投资失速下滑；2) 市场竞争加剧；3) 资产减值风险。

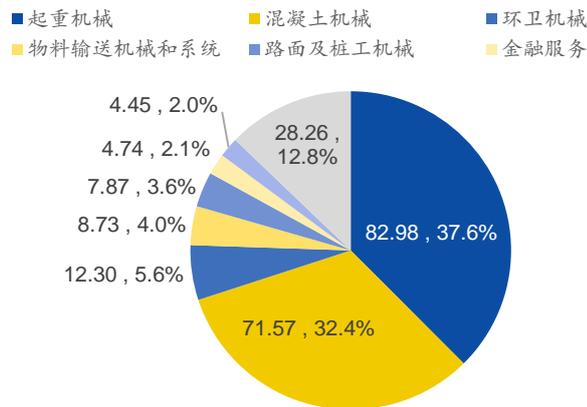
**表 5：三一重工财务数据与估值**

| 财务数据和估值    | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)  | 38335.09 | 55821.50 | 77161.80 | 88796.14 | 97337.03 |
| 收入同比 (%)   | 64.67    | 45.61    | 38.23    | 15.08    | 9.62     |
| 归母净利润(百万元) | 2092.25  | 6116.29  | 11287.51 | 14314.75 | 16217.29 |
| 归母净利润同比(%) | 928.35   | 192.33   | 84.55    | 26.82    | 13.29    |
| ROE (%)    | 8.21     | 19.43    | 25.15    | 25.59    | 23.90    |
| 每股收益 (元)   | 0.25     | 0.73     | 1.35     | 1.71     | 1.94     |
| 市盈率 (P/E)  | 53.21    | 18.20    | 9.86     | 7.78     | 6.86     |

资料来源：国元证券研究中心，注：每股收益和 P/E 采用最新摊薄数据

## 5.2 中联重科：全球领先的起重机、混凝土机械制造商

中联重科创立于 1992 年，主要从事工程机械、农业机械等装备的研发和制造，为 A+H 股上市公司。2017 年，公司以 116 亿元出售环卫机械业务 80% 股权，将核心业务聚焦于工程机械、农业机械领域。自此，公司 A 股部分主要包括起重机械、混凝土机械等业务。2018 年，公司起重机械、混凝土机械收入分别占总营业收入的 37.6%、32.4%，是公司最重要的两类业务。

**图 58：2018 年中联重科收入拆分（亿元）**


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

中联重科营收自 2012 年达到顶峰 480.7 亿元后开始大幅下滑，主要为工程机械行业景气度下降叠加公司历史上信用销售致使坏账大幅增加所致。2010 年~2011 年公司为了抢夺市场份额，积极鼓励信用销售，降低按揭付款首付率，并大力发展融资租赁业务。这一方面透支了公司未来销量，另一方面使得坏账、资产减值损失大幅上升，叠加行业景气度下滑，致使公司 2013 年后利润急剧下降。

2017 年后，随着历史包袱逐渐出清、经营策略改善，公司营收开始回升，归母净利润扭亏为盈。2018 年公司实现营业收入 286.97 亿元，同比增长 23.31%，归母净利润为 20.2 亿元，同比增长 51.65%；2019 年一季度营收达 90.17 亿元，同比增长 41.76%，归母净利润达 10.02 亿元，同比大幅增长 165.98%。

图 59：近三年中联重科营业收入稳定提升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 60：2017年起中联重科归母净利润大幅上涨

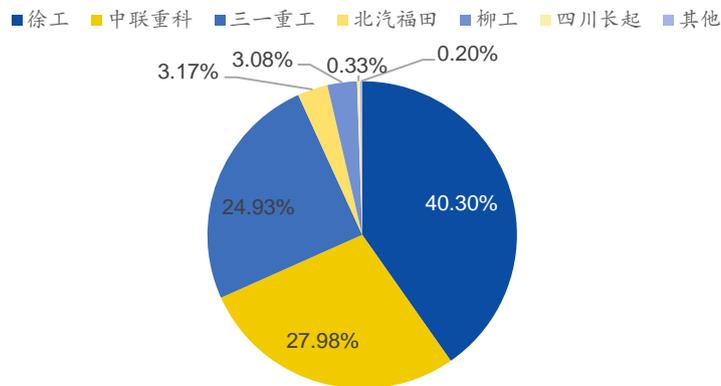


资料来源：Wind，国元证券研究中心

近期，中联重科发布2019年上半年业绩预告，公司上半年归母净利润为24亿元至27亿元，同比大幅增长171.71%至212.42%。公司盈利高速增长的原因主要有：1.工程机械行业持续复苏，市场需求旺盛，公司混凝土设备、起重设备等产品销量持续高速增长。2.公司历史包袱逐渐出清，财务状况大幅改善。3.公司成本费用控制水平提升，费用率不断下降。

汽车起重机是中联重科的主要产品之一，近五年来其市场份额逐年上升，正逐渐接近行业龙头徐工的市占率水平，现排名国内第二。2019年前四月中联重科汽车起重机市占率达27.98%，较2018年大幅提升4.82pct，成为公司利润的主要增长点之一。

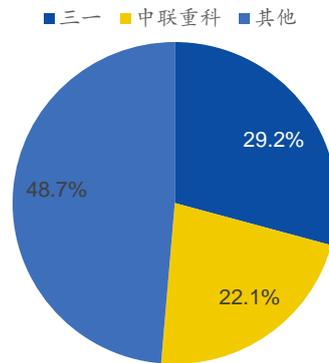
图 61：中联重科国内汽车起重机市场份额排名第二



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2008年9月，中联重科联合弘毅投资、高盛、曼达林基金以现金收购的方式，完成对CIFA股份的全额收购。意大利CIFA公司是世界混凝土机械三巨头之一，中联重科一跃成为当时全球最大混凝土机械制造企业。同时，中联重科作为国家混凝土机械工程技术研究中心依托企业、混凝土机械国家工业产品生态设计试点企业，曾于2012年推出了全球最长101米碳纤维臂架泵车，浇筑高度可达100米以上。2018年中联重科混凝土机械销售额为101.65亿元，同比增长38.6%，根据销售额估算，其混凝土机械当年市占率约为22.1%，排名国内第二。

图 62：中联重科国内混凝土机械市场份额排名第二



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

此外，中联重科现已发展成为全球领先的塔机制造生产商。目前，中联重科建筑起重机械产品涵盖平头塔式起重机、锤头塔式起重机、动臂塔式起重机、施工升降机四大系列。2011年，中联重科买断国际社会公认的塔机高端专家德国 JOST 平头塔系列产品的全套技术，实现了塔机产品从中国领先到国际领先的跨越。2018年11月，中联重科宣布收购全球塔机领先制造商德国 WILBERT 100% 股权，其塔机产品国际影响力将进一步加大。中联塔机产品曾创“全球最大平头塔机”、“世界最长臂架”两项吉尼斯世界纪录。近年来，在公司“产品 4.0”战略的推动下，中联重科建筑起重机械子公司搭建了国际一流、国内领先的塔机智能工厂，持续推进产品的智能升级。

图 63：中联重科平头塔机



资料来源：中联重科官网, 国元证券研究中心

受益于工程机械行业持续复苏、房地产行情回暖、基建“专项债”政策推动，我们认为中联重科起重机械、混凝土机械等主要产品有望继续保持高速增长，且仍有较大增长空间；同时，公司历史包袱逐渐出清，财务状况持续改善，公司收入及利润有望进一步提升。

我们预计，中联重科 2019 年到 2021 年营业收入分别为 396.90 亿元、444.86 亿元、477.30 亿元，分别同比增长 38.31%、12.08%、7.29%；归母净利润分别为 35.18 亿元、40.30 亿元、43.28 亿元，归母净利润分别同比增长 74.17%、14.54%、7.42%。给予“买入”评级。

风险提示：1) 基建固定资产投资失速下滑；2) 市场竞争加剧；3) 资产减值风险。

表 6：中联重科财务数据与估值

| 财务数据和估值    | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)  | 23272.89 | 28696.54 | 39689.86 | 44485.52 | 47729.88 |
| 收入同比 (%)   | 16.23    | 23.30    | 38.31    | 12.08    | 7.29     |
| 归母净利润(百万元) | 1331.92  | 2019.86  | 3518.08  | 4029.53  | 4328.48  |
| 归母净利润同比(%) | 242.65   | 51.65    | 74.17    | 14.54    | 7.42     |
| ROE (%)    | 3.54     | 5.29     | 8.79     | 9.75     | 10.21    |
| 每股收益 (元)   | 0.17     | 0.26     | 0.45     | 0.51     | 0.55     |
| 市盈率(P/E)   | 31.54    | 20.79    | 11.94    | 10.42    | 9.70     |

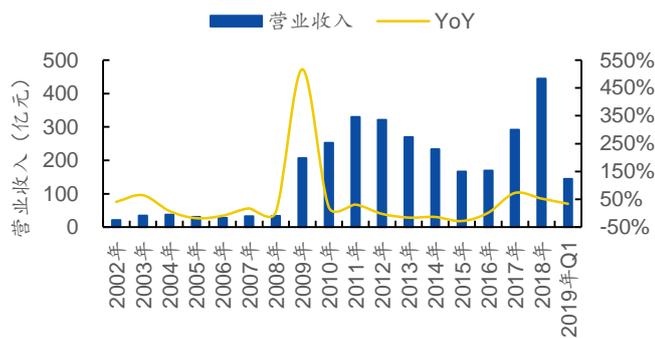
资料来源：国元证券研究中心，注：每股收益和 P/E 采用最新摊薄数据

### 5.3 徐工机械：国内起重机龙头，国企改革值得期待

徐工机械成立于 1993 年，由徐州工程机械集团以路面机械和铲运机械等资产组建而成，后经多次资产注入，现上市业务包括起重机械、铲运机械、桩工机械、筑路机械、环卫机械、消防机械、工程机械备件等业务。

徐工集团 2018 年营业收入达到 612.05 亿元，在工程机械行业中排名国内第一，世界第六，全球市占率达到 4.8%。上市公司徐工机械 2019 年一季度实现营收 144.20 亿元，同比增长 33.7%，归母净利润为 10.53 亿元，同比大幅增长 102.7%，利润弹性较高。近期，徐工机械发布 2019 年上半年业绩预告，公司上半年归母净利润达 21 亿元至 24 亿元，同比增长 90.21%至 117.39%。业绩增长的主要原因有国内固定资产投资稳健增长、“一带一路”国家的基础设施建设需求增加推动了工程机械的需求量，公司产品销量大幅涨升。

图 64：2017 年起徐工机械营业收入大幅提升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

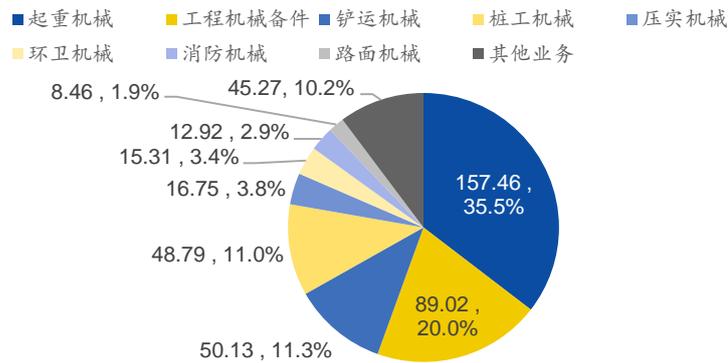
图 65：2016 年起徐工机械归母净利润高速增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

徐工机械是国内起重机龙头企业，起重机械收入占其营收的 35.5%。此外，受益于工程机械行业回暖，公司工程机械备件业务高速增长，2018 年该业务收入占公司总收入的 20.0%。

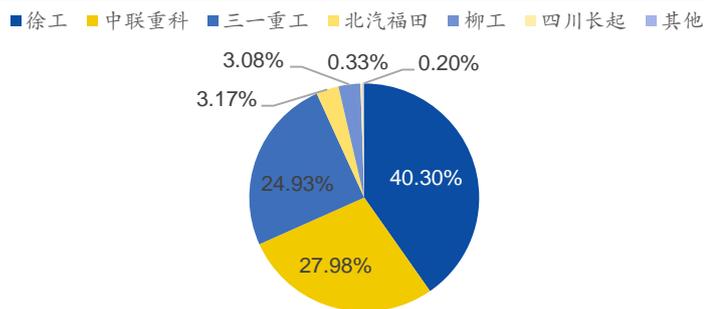
图 66：2018 年徐工机械收入拆分（亿元）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

徐工机械长期致力于流动式起重机的研发和制造，曾成功研发出全球最大、技术含量最高的 XCA5000 全地面起重机，其流动式起重机（包括汽车起重机、履带起重机、随车起重机等）市占率长期保持国内第一。以汽车起重机为例，2019 年前四月徐工汽车起重机市占率为 40.30%，排名国内第一。此外，徐工压路机、平地机、摊铺机等筑路机械市占率均为国内第一。

图 67：徐工汽车起重机国内市占率第一



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

汽车起重机使用寿命为 10 年左右，其上一轮销量高峰为 2011 年前后，故受老旧机械更新叠加环保政策强制升级影响，预计到 2021 左右汽车起重机销售量将达到新一轮高峰，徐工汽车起重机业务仍有较大增长空间。同时，国内履带式起重机保有量不高，随着风力发电、核电等基础设施建设的推进，履带式起重机有望成为徐工营业收入新的增长点。

2018 年 8 月，国务院国有资产监督管理委员会下发了《关于印发〈国企改革“双百行动”工作方案〉的通知》，徐工机械控股股东徐工集团工程机械有限公司（简称徐工有限）被纳入国企改革“双百企业”名单。2019 年 7 月 25 日，徐工有限已收到徐州市国资委下发的关于徐工有限混改试点实施方案的批复，徐工有限混改试点实施方案获得徐州市国资委审批通过。目前徐工有限正在推进资产审计、资产评估、股权竞拍等混改后续工作。

我们预计，徐工机械 2019 年到 2021 年营业收入分别为 634.62 亿元、775.61 亿元、889.70 亿元，分别同比增长 42.90%、22.22%、14.71%；归母净利润分别为 42.43 亿元、52.15 亿元、57.91 亿元，归母净利润分别同比增长 107.41%、22.92%、11.03%。

给予“买入”评级。

风险提示：1) 基建固定资产投资失速下滑；2) 市场竞争加剧；3) 资产减值风险。

表 7：徐工机械财务数据与估值

| 财务数据和估值    | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)  | 29131.10 | 44410.01 | 63461.64 | 77561.19 | 88969.58 |
| 收入同比 (%)   | 72.46    | 52.45    | 42.90    | 22.22    | 14.71    |
| 归母净利润(百万元) | 1020.62  | 2045.73  | 4243.13  | 5215.46  | 5790.98  |
| 归母净利润同比(%) | 389.31   | 100.44   | 107.41   | 22.92    | 11.03    |
| ROE (%)    | 4.25     | 6.79     | 13.40    | 14.22    | 13.98    |
| 每股收益 (元)   | 0.13     | 0.26     | 0.54     | 0.67     | 0.74     |
| 市盈率(P/E)   | 33.00    | 16.47    | 7.94     | 6.46     | 5.82     |

资料来源：国元证券研究中心，注：每股收益和 P/E 采用最新摊薄数据

#### 5.4 柳工：国内装载机领导者，挖掘机业务发展空间巨大

广西柳工机械股份有限公司是国内工程机械行业和广西第一家上市公司，以装载机业务起家，曾推出国内第一台现代化轮式装载机。柳工的业务以生产各类土石方铲运机械为主，2018 年土石方铲运机械业务收入占公司营收比例达到 72.35%。目前公司主导产品有轮式装载机、履带式液压挖掘机、压路机、中大吨位叉车、路面机械如沥青摊铺机、平地机等。公司装载机、压路机、平地机等产品市场占有率均处于国内前列。

目前，在国产工程机械品牌中，柳工营业收入排名国内第四。2019 年前五月，柳工挖掘机国内市占率为 6.90%，排名第六；2019 年前四月，柳工汽车起重机国内市占率为 3.08%，排名第五；前五其压路机市占率为 9.01%，较 2018 年大幅提升 5.48pct，排名国内第三；前五其推土机国内市占率为 12.30%，较 2018 年提升 5.44pct，排名国内第二。

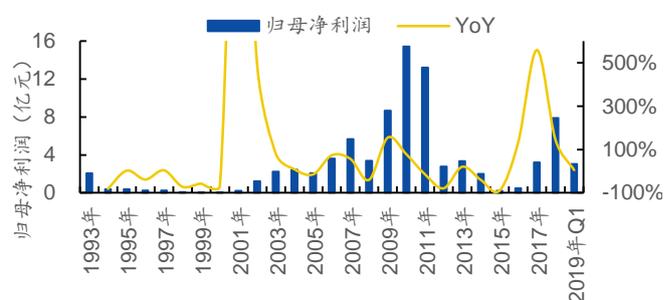
受益于本轮行情回暖，柳工经营状况持续改善，2018 年实现收入 180.85 亿元，同比增长 60.56%，2019 年一季度营业收入为 48.65 亿元，同比增长 8.78%；2018 年归母净利润达到 7.90 亿元，同比增长 144.58%，本年一季度归母净利润为 3.04 亿元，同比增长 5.08%。

图 68：近两年柳工营业收入快速增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 69：近两年柳工归母净利润高速增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

柳工以装载机起家，是目前国内最大的装载机制造商之一。装载机是一种广泛用于

公路、铁路、建筑、矿山等建设工程的土石方施工机械，主要用于铲装土壤、砂石、石灰、煤炭等散状物料，也可对矿石、硬土等作轻度铲挖作业。换装不同的辅助工作装置还可进行推土、起重和其他物料如木材的装卸作业。在道路，特别是在高等级公路施工中，装载机用于路基工程的填挖、沥青混合料和水泥混凝土料场的集料与装料等作业。此外还可进行推运土壤、刮平地面等作业。装载机作业速度快、效率高、机动性好、操作轻便，因此成为工程建设中土石方施工的主要机种之一。

图 70：柳工装载机



资料来源：柳工官网，国元证券研究中心

2001 年公司进行了资产重组，将集团下属子公司康达公司挖掘机业务移至公司旗下，2002 年柳工成立挖掘机制造分公司，开始着重发展挖掘机业务。2016 年起，公司挖掘机销量持续高速提升，2018 年销售挖掘机 14270 台，同比增长 74.49%；2019 年前五月销售挖掘机 8418 台，同比增长 20.21%，国内市占率约为 7%，排名第六。挖掘机业务正逐步成为公司最重要的业务组成部分，有望接替装载机成为公司未来业绩的主要增长点。

图 71：近三年柳工挖掘机销量快速增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2018 年柳工推出了限制性股权激励计划，本次激励计划共计授予限制性股票 1396.51 万股，实际授予 1128.3 万股，占授予总量的 84.61%，预留 205.21 万股。激励对象共计 1586 人，其中技术、职能类专家 815 人，授予股票 445.9 万股，占授予总量的 33.44%。股票授予日为 2019 年 2 月 15 日，授予价格为 3.37 元/股。公司意在通过股权激励，充分调动员工尤其是科研人员的积极性，提升公司产品的

竞争力，有利于公司长期健康发展。

我们预计，柳工2019年到2021年营业收入分别为205.80亿元、227.97亿元、248.89亿元，分别同比增长13.80%、10.78%、9.17%；归母净利润分别为10.20亿元、12.31亿元、14.43亿元，归母净利润分别同比增长29.13%、20.68%、17.22%。给予“增持”评级。

风险提示：1) 基建固定资产投资失速下滑；2) 市场竞争加剧；3) 资产减值风险。

表 8：柳工财务数据与估值

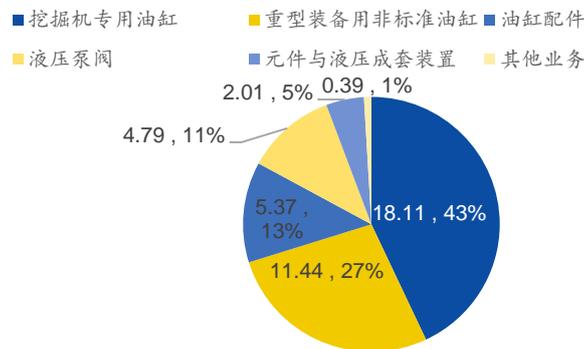
| 财务数据和估值     | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 11938.53 | 18084.84 | 20579.71 | 22797.41 | 24888.61 |
| 收入同比 (%)    | 70.42    | 51.48    | 13.80    | 10.78    | 9.17     |
| 归母净利润(百万元)  | 347.01   | 790.14   | 1020.36  | 1231.41  | 1443.45  |
| 归母净利润同比 (%) | 604.45   | 127.70   | 29.13    | 20.68    | 17.22    |
| ROE (%)     | 3.62     | 8.20     | 9.76     | 10.86    | 11.66    |
| 每股收益 (元)    | 0.24     | 0.54     | 0.69     | 0.83     | 0.98     |
| 市盈率 (P/E)   | 26.20    | 11.51    | 8.91     | 7.38     | 6.30     |

资料来源：国元证券研究中心，注：每股收益和 P/E 采用最新摊薄数据

## 5.5 恒立液压：国内液压件龙头企业，全球渗透率不断提升

恒立液压成立于 2005 年，是一家专业生产液压元件及液压系统的公司。公司以液压油缸制造起家，发展成为涵盖高压油缸、高压柱塞泵、液压多路阀、工业阀、液压系统、液压测试台及高精度液压铸件等产品研发和制造的大型综合性企业。

图 72：2018 年恒立液压收入拆分（亿元）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

液压元件及系统是大型机械的核心传动装置，公司液压产品下游应用机械包括：以挖掘机为代表的行走机械、以盾构机为代表的地下掘进设备、以船舶、港口机械为代表的海工海事机械、以高空作业平台为代表的特种车辆、以及风电太阳能等相关设备。下游客户包括：美国卡特彼勒、日本神钢、日立建机、久保田建机、三一、徐工、柳工、中铁工程、铁建重工等世界 500 强和全球知名主机客户。

图 73：液压油缸



图 74：挖掘机主控阀



资料来源：恒立液压官网，国元证券研究中心

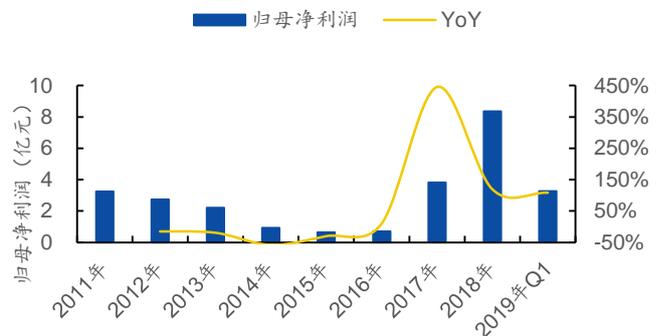
资料来源：恒立液压官网，国元证券研究中心

公司先后投资建成了高压精密液压铸件生产基地，液压阀、泵生产基地，并通过并购德国哈威茵莱等企业，在美国芝加哥、日本东京新设公司等方式进行海外市场的拓展和布局，不断扩大其全球影响力。

受益于工程机械行业回暖，公司 2017 年起营收大幅增长，同时归母净利润爆发式。2018 年公司营收及归母净利润均大幅增长并创新高。2019 年公司继续保持高速发展局面，一季度营收达 15.69 亿元，同比增长 61.6%；归母净利润达 3.26 亿元，同比增长 108.1%。

图 75：2017 年起恒立液压营业收入高速增长

图 76：2017 年起恒立液压归母净利润大幅上升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

资料来源：Wind，国元证券研究中心

公司 2019 年一季度收入及各项盈利指标大幅增长的主要原因是：1.受国内外下游行业持续火爆以及公司产品的竞争力不断提升影响，公司产品销售实现大幅增长，其中挖机油缸产品收入同比增长 56.95%，非标油缸产品收入同比增长 9.73%。2.子公司液压科技 15T 以下小型挖掘机用泵阀销量大幅增长，液压科技收入同比增长 138.96%。3.受规模效应和产品结构优化影响，营业成本增长幅度小于销售收入的增长速度，产品综合毛利率较去年同期增加 3.8pct。4.公司强化内部管理，销售费用率和管理费用率较去年同期合计减少 1.82pct。

恒立液压是国内液压件龙头企业，受益于工程机械行业回暖及高端液压件需求不断增长，公司龙头优势凸显，市占率持续提升，因此我们认为未来三年恒立液压仍有极大的发展空间。

我们预计，恒立液压 2019 年到 2021 年营业收入分别为 55.96 亿元、70.07 亿元、83.03 亿元，分别同比增长 32.88%、25.22%、18.50%；归母净利润分别为 11.81 亿元、16.12 亿元、20.36 亿元，归母净利润分别同比增长 41.12%、36.54%、26.30%。给予“买入”评级。

风险提示：1) 基建固定资产投资失速下滑；2) 泵阀产品推广不及预期；3) 市场竞争加剧。

表 9：恒立液压财务数据与估值

| 财务数据和估值     | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 2795.21 | 4210.98 | 5595.58 | 7006.68 | 8302.88 |
| 收入同比 (%)    | 104.02  | 50.65   | 32.88   | 25.22   | 18.50   |
| 归母净利润(百万元)  | 381.94  | 836.64  | 1180.68 | 1612.06 | 2036.08 |
| 归母净利润同比 (%) | 442.90  | 119.05  | 41.12   | 36.54   | 26.30   |
| ROE (%)     | 9.93    | 18.40   | 21.62   | 24.33   | 25.16   |
| 每股收益 (元)    | 0.43    | 0.95    | 1.34    | 1.83    | 2.31    |
| 市盈率 (P/E)   | 67.41   | 30.77   | 21.81   | 15.97   | 12.64   |

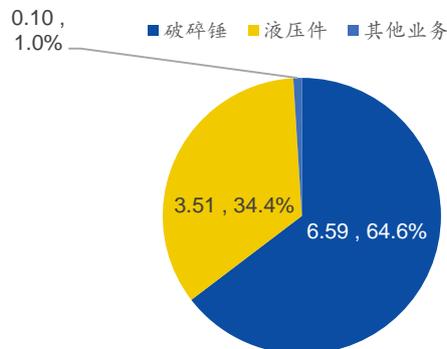
资料来源：国元证券研究中心，注：每股收益和 P/E 采用最新摊薄数据

## 5.6 艾迪精密：国内破碎锤龙头企业，市占率仍有较大提升空间

艾迪精密主要从事液压技术的研究及液压产品的开发、生产和销售，主要产品包括液压破碎锤和液压件等液压产品。公司是国内破碎行业的龙头企业，液压破碎锤市占率长期保持第一。

我国对液压破碎锤的开发研制工作开始于上世纪 70 年代，2000 年以前，由于部分关键生产技术较国外公司依然存在差距，国内液压破碎锤产品质量不稳定，限制了国内企业的发展。2005 年以后，国内部分液压破碎锤企业的生产技术水平逐步提高，产品质量得到改善。目前，国产液压破碎锤已逐渐成熟、稳定，具有较强的产品竞争力，占据了国内主要的市场份额。随着工程机械行业的回暖，城市改造拓展迅猛，基础建设持续投入，国内挖掘机销量迅速增长，很大程度上带动了液压破碎锤等属具产品的市场销售。

图 77：2018 年艾迪精密收入拆分（亿元）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

液压破碎锤广泛应用于建筑、市政工程、矿山开采、冶金、公路、铁路等领域，与

挖掘机等工程机械配套使用，是一种将液压能转换成机械冲击能的机械装置，对坚硬物如房屋建筑、水泥路面等进行破拆等作业。

图 78：艾迪精密液压破碎锤



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

2016 年起，艾迪精密营收及归母净利润开始持续稳定增长，到 2019 年一季度公司营收达 3.64 亿元，同比增长 68.0%；归母净利润达到 8900 万元，同比增长 74.5%。

图 79：2016 年起艾迪精密营业收入快速上升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 80：2016 年起艾迪精密归母净利润快速上升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

基于挖掘机等工程机械销量持续高速增长，带动液压件及配套装置破碎锤等产品需求同步增长；环保政策趋紧，爆破开采受限，破碎锤替代程度进一步加深；公司是破碎锤龙头企业，竞争力强，马太效应逐渐显现，破碎锤优势业务带动液压件业务增长，产品市占率不断提高，我们认为艾迪精密三年内持续平稳发展可期。

我们预计，艾迪精密 2019 年到 2021 年营业收入分别为 14.52 亿元、17.89 亿元、20.63 亿元，分别同比增长 42.29%、23.21%、15.30%；归母净利润分别为 3.52 亿元、4.35 亿元、4.95 亿元，归母净利润分别同比增长 56.47%、23.44%、13.77%。给予“增持”评级。

风险提示：1) 基建固定资产投资失速下滑；2) 市场竞争加剧；3) 新产品推广进度低于预期。

**表 10：艾迪精密财务数据与估值**

| 财务数据和估值    | 2017   | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 641.33 | 1020.65 | 1452.26 | 1789.26 | 2063.00 |
| 收入同比 (%)   | 60.31  | 59.15   | 42.29   | 23.21   | 15.30   |
| 归母净利润(百万元) | 139.69 | 225.17  | 352.34  | 434.93  | 494.83  |
| 归母净利润同比(%) | 75.94  | 61.20   | 56.47   | 23.44   | 13.77   |
| ROE (%)    | 16.61  | 22.02   | 26.65   | 26.33   | 24.54   |
| 每股收益 (元)   | 0.36   | 0.58    | 0.91    | 1.13    | 1.28    |
| 市盈率 (P/E)  | 68.22  | 42.32   | 27.05   | 21.91   | 19.26   |

资料来源：国元证券研究中心，注：每股收益和 P/E 采用最新摊薄数据

## 六、风险提示

- 1) 基建固定资产投资失速下滑；
- 2) 市场竞争加剧；
- 3) 资产减值风险。

## 投资评级说明

| (1) 公司评级定义 |                                 | (2) 行业评级定义 |                                |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上   | 推荐         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上 |
| 增持         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间 | 中性         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间 |
| 持有         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间    | 回避         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上 |
| 卖出         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上    |            |                                |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

| 合肥                                | 上海                                   |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000                         | 邮编：200135                            |
| 传真：(0551) 62207952                | 传真：(021) 68869125                    |
|                                   | 电话：(021) 51097188                    |