

投资评级：买入(首次评级)

当前价格(元): 5.97
合理价格区间(元): 6.36~7.68

证券分析师

韩伟琪

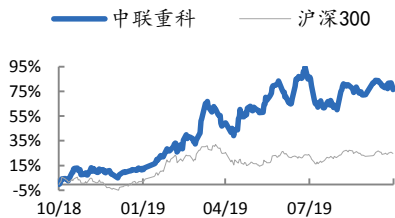
资格编号: S0120518020002
电话: 021-68761616-6160
邮箱: hanwq@tebon.com.cn

联系人

汪宇

电话: 021-68761616-6160
邮箱: wangyu2@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	2.5	10.2	-5.2
相对涨幅 (%)	0.4	7.8	-5.7

资料来源: 德邦证券研究所

相关研究

大风起兮云飞扬，聚焦主业再出发

中联重科(000157)

投资要点:

- **环保产业股权出售，重新聚焦工程机械行业。**2017年公司作价116亿元出售环境产业80%的股权，也借此投资收益，公司彻底解决历史坏账问题，计提资产减值损失87.9亿元，甩开历史包袱，修复资产负债表，实现轻装上阵，重新将主营业务聚焦在工程机械和农业机械板块。
- **起重机和混凝土机械行业龙头，后周期属性明显。**在起重机市场，公司市占率接近30%，仅次于徐工。在混凝土机械市场，公司和三一基本垄断了国内的市场份额。随着行业复苏进入后周期，公司营收及净利润将会充分享受行业增长。2019前三季度，公司营收317.55亿元，同比增长50.96%，归母净利润34.8亿元，同比增长167.08%。
- **毛利率水平持续回升，运营质量向好。**2019年前三季度公司毛利率达到29.82%，同比增加3.45pct，净利率10.9%，同比增加4.78pct。公司前三季度期间费用率同比减少2.8pct，达到17.5%。我们认为得益于规模效应，公司期间费用率有望继续降低。公司运营质量向好，2019年前三季度应收账款周转率和存货周转率分别为1.3/2.11，分别增加0.36/0.35。
- **高空作业平台市场有望为营收贡献增量。**国内高空作业平台市场目前处于高速发展时期，对标欧美国内还有广阔的增长空间。公司凭借多年来在起重机和塔吊市场的技术积累，快速进入高空作业平台市场，并建成全工序的智能化生产平台，未来有望为营收贡献增量。
- **盈利预测和投资建议。**我们预计公司2019-2021年营收分别为390.1亿元、445.61亿元、495.91亿元，YOY分别为+35.9%、+14.2%、+11.3%，实现归母净利润41.39亿元、50.16亿元、57.16亿元，YOY分别为+104.9%、+21.2%、+14.0%，EPS分别为0.53元、0.64元、0.73元，对应PE分别为11.19x、9.27x、8.12x。考虑到行业增长前景和公司的龙头地位，公司的合理估值水平为12倍，对应股价为6.36-7.68元，首次覆盖，给予买入评级。
- **风险提示。**工程机械下游市场需求断崖式萎缩；原材料价格大幅波动；海外市场布局不及预期；公司新产品产能释放及推广不及预期；国家环保政策放松导致设备更新需求放缓；行业竞争非理性化，公司盈利受到影响。

股票数据

总股本(百万)	7,867.31
流通A股(百万)	
52周内股价区间(元)	6.45-3.34
总市值(百万)	45,945.11
总资产(百万)	103,463.33
每股净资产(元)	4.82

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23273	28697	39010	44561	49591
(+/-) YoY (%)	16.2	23.3	35.9	14.2	11.3
净利润(百万元)	1332	2020	4139	5016	5716
(+/-) YoY (%)	242.7	51.6	104.9	21.2	14.0
全面摊薄EPS(元)	0.17	0.26	0.53	0.64	0.73
毛利率(%)	21.4	27.1	29.4	30.0	30.7
净资产收益率(%)	3.5	5.3	9.9	10.7	10.9

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 工程机械龙头企业，行业后周期价值凸显.....	5
1.1 公司起步早，发展快，是国内工程机械龙头企业.....	5
1.2 经营业绩稳健复苏，后周期特征明显.....	6
1.3 财报分析：资产质量和盈利能力持续向好.....	7
2. 聚焦工程机械领域，公司强势产品景气度依旧.....	9
2.1 开工进场晚于挖掘机，起重机和混凝土机械有望接力高增速.....	9
2.2 市场存量的更新需求开始爆发.....	10
2.3 环保刺激加快设备更新步伐.....	11
2.3.1 工程机械排放标准逐步升级.....	11
2.3.2 存量设备规模巨大，排放标准升级致更新量可观.....	12
3. 起重机业务：塔吊市场绝对龙头，起重机市场份额逐步提升.....	12
3.1 塔吊市场存量更新需求开始爆发.....	12
3.2 装配式建筑带动大吨位塔机增长，收购威尔伯特进军欧洲市场.....	13
3.3 起重机市占率稳步提高.....	13
4. 混凝土机械：下游需求稳健，更新需求是主力.....	14
4.1 下游需求复苏，先行指标向好.....	14
4.2 市场保持双寡头竞争格局，盈利能力不断复苏.....	15
5. 进军高空作业平台，拓宽增长空间.....	16
5.1 对标欧美，高空作业平台市场前景广阔.....	16
5.2 安全性、生产成本以及工作效率是行业发展的内生动力.....	16
5.3 公司进入高空作业平台市场，或改变市场竞争格局.....	17
6. 盈利预测和估值.....	18
6.1 盈利预测.....	18
6.2 公司估值和投资建议.....	18
7. 风险提示.....	19

图表目录

图 1 工程机械龙头营收对比 (单位: 亿元)	5
图 2 中联营收增长情况 (单位: 万元)	5
图 3 公司发展历程	5
图 4 公司架构	6
图 5 起重机和混凝土机械营收合计及占比 (单位: 万元)	6
图 6 挖掘机销量 (单位: 台)	7
图 7 营收及增速 (单位: 万元)	7
图 8 归母净利润及增速 (单位: 万元)	7
图 9 销售利润率和净资产利润率 (单位: %)	8
图 10 主要机械板块毛利 (单位: %)	8
图 11 公司应收账款及应收票据 (单位: 万元)	8
图 12 公司应收账款及应收票据/总营收	8
图 13 2010-2018 投资净收益和资产减值对比 (单位: 万元)	8
图 14 资产负债率	9
图 15 经营现金流净额 (单位: 万元)	9
图 16 工程机械主要产品增速	9
图 17 固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比	10
图 18 房屋施工面积累计增速	10
图 19 汽车起重机行业销量及同比增速 (单位: 台)	10
图 20 中联汽车起重机市占率	10
图 21 主要工程机械产品保有量 (单位: 万台)	11
图 22 混凝土泵车存量各排放标准设备占比	12
图 23 汽车起重机存量各排放标准设备占比	12
图 24 庞源租赁价格指数	13
图 25 起重机年销量 (单位: 台)	14
图 26 龙头企业汽车起重机市占率	14
图 27 申万行业指数: 水泥制造	14
图 28 水泥厂商水泥板块业务营收 (单位: 万元)	15
图 29 全国水泥价格指数	15
图 30 混凝土机械营收及增速 (单位: 万元)	16
图 31 混凝土机械毛利率	16

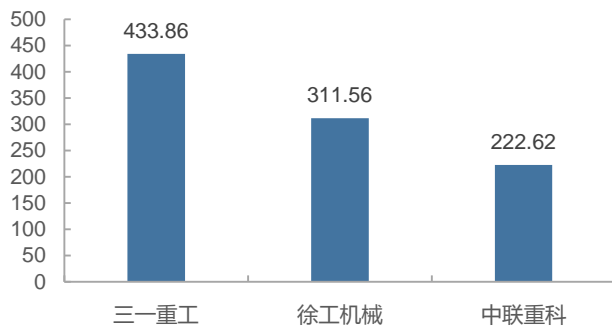
图 32 美国、欧洲和国内市场保有量对比（单位：万台）	16
图 33 单位高空作业平台对应 GDP（单位：亿美元）	16
图 34 公司高空作业机械	18
图 35 中联重科历史 PE Band	19
图 36 中联重科历史 PB Band	19
表 1 不同泵送价格下的客户回收期（假定月泵送量都为 5000 方）	11
表 2 工程机械排放标准实施进度表	12
表 3 装配式建筑相关政策	13
表 4 近年来脚手架坍塌事故整理	17
表 5 高空作业平台和脚手架工时对比	17
表 6 营收预测	18
表 7 可比公司估值	19

1.工程机械龙头企业，行业后周期价值凸显

1.1公司起步早，发展快，是国内工程机械龙头企业

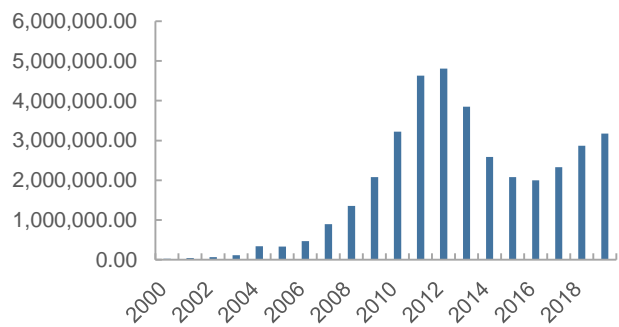
中联重科股份有限公司创立于1992年，主要从事工程机械、农业机械等高新技术装备的研发制造。20多年的创新发展，使中联重科逐步成长为一家人际化企业，主导产品覆盖10大类别、55个产品系列，460多个品种。中联重科先后实现深港两地上市，成为业内首家A+H股上市公司。目前，公司积极推进战略转型，打造集工程机械、农业机械和金融服务多位一体的高端装备制造企业。公司2017年将环境产业80%的股权出售，回笼资金，重新将主营业务聚焦在工程机械和农业机械方向。公司目前是国内混凝土机械和起重机械的龙头企业。

图1 工程机械龙头营收对比（单位：亿元）



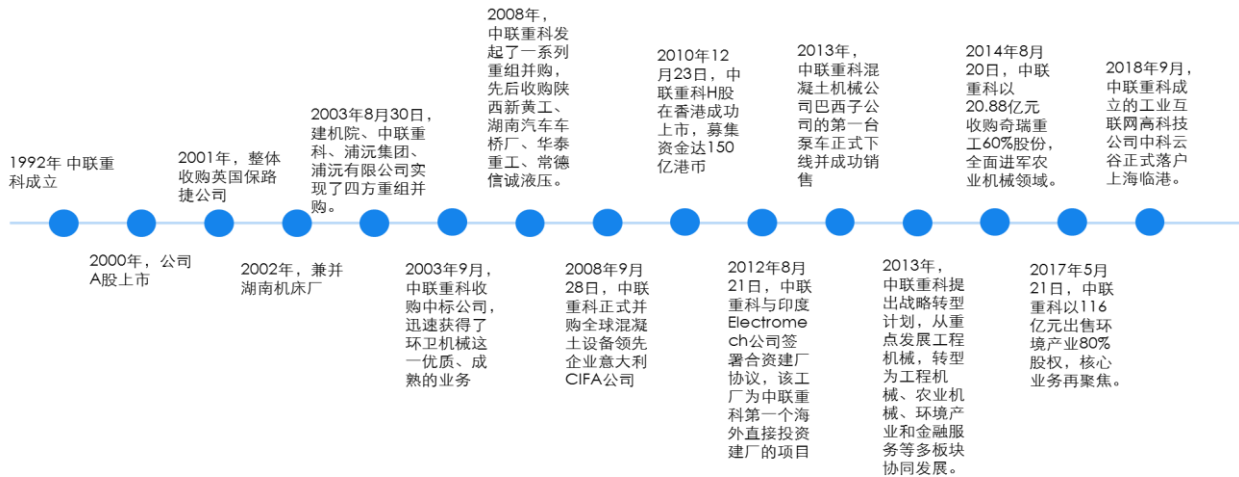
资料来源：wind，公司2019年中报，德邦证券研究所

图2 中联营收增长情况（单位：万元）



资料来源：wind，德邦证券研究所

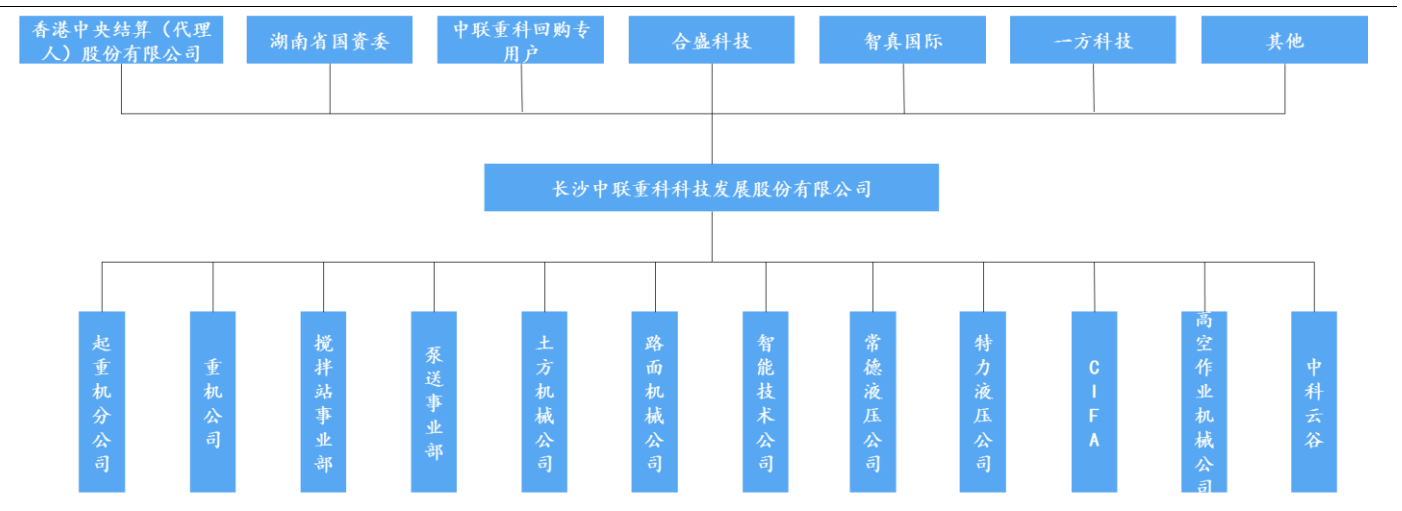
图3 公司发展历程



资料来源：公司官网，德邦证券研究所

公司目前为国有参股公司，无实际控制人或控股股东。公司目前第一大股东为湖南省国资委。2012年，湖南省国资委进一步将公司界定为国有参股公司。目前，湖南省国资委持股比例为15.98%。

图 4 公司架构



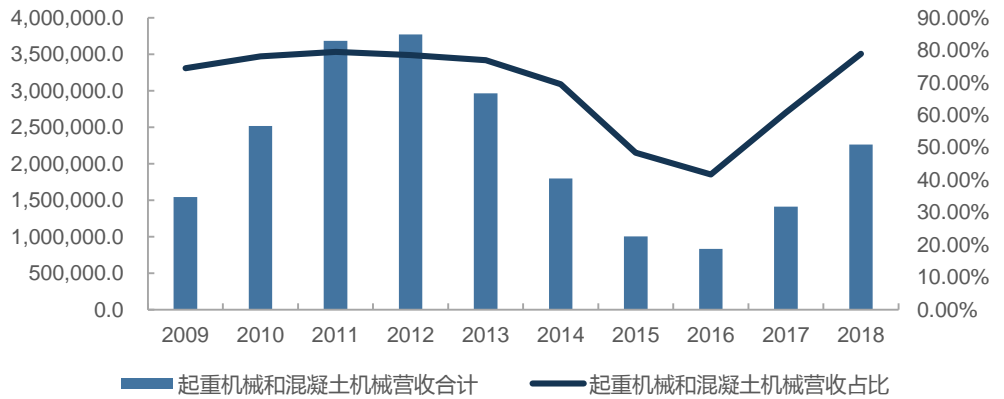
资料来源：公司官网，德邦证券研究所

1.2 经营业绩稳健复苏，后周期特征明显

按照正常的施工顺序，通常土方设备率先进场，经过几个月的地表施工，接下来是起重机械进行设备吊装，最后是混凝土机械设备，因此混凝土机械和起重机械在需求周期中表现出较强的偏后周期属性。

公司 2015 年进入农业机械领域，2017 年作价 116 亿元出售 80% 的环保产业股权，公司目前业务主要由起重机械、混凝土机械、农业机械以及金融服务构成。其中，混凝土机械和起重机械的营收占比合计达到 78%。因此，公司营收及净利润情况也呈现出明显的后周期特点。

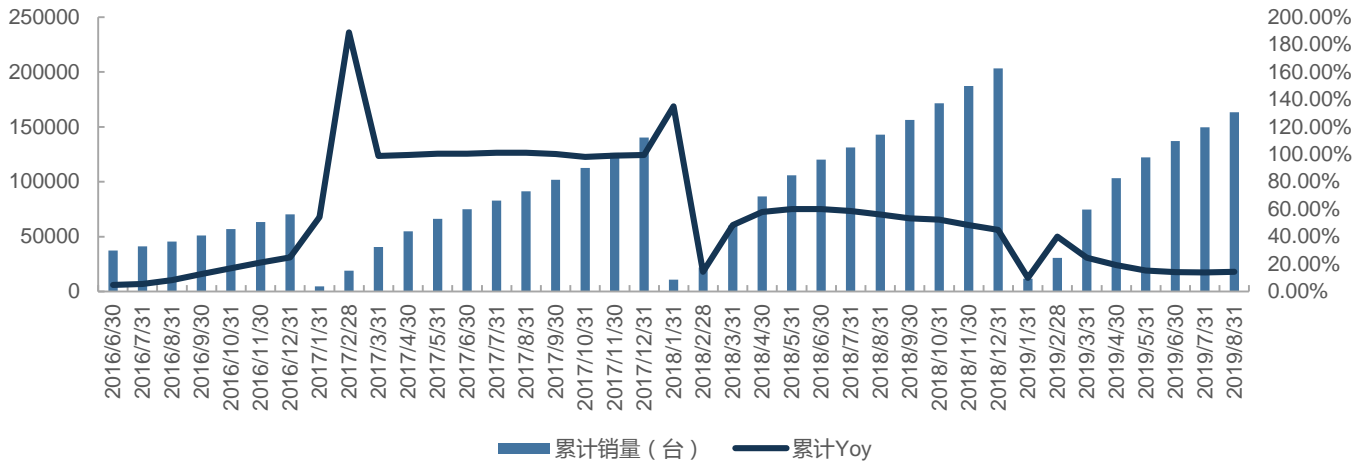
图 5 起重机和混凝土机械营收合计及占比（单位：万元）



资料来源：wind，德邦证券研究所

公司作为工程机械行业龙头企业，随着行业景气度在 2011 年到达高点之后，公司营收和净利润出现大幅下滑。为了缓解工程机械行业需求萎缩对业绩带来的负面影响，公司进入农业机械和环保产业。此轮行情复苏以挖掘机销量复苏为先导，但公司挖掘机业务占比较小，行业复苏前期营收和净利润增速缓慢。随着行业复苏进入后周期，公司混凝土机械和起重机械业务开始发力，营收及净利润开始快速增长。

图 6 挖掘机销量 (单位: 台)

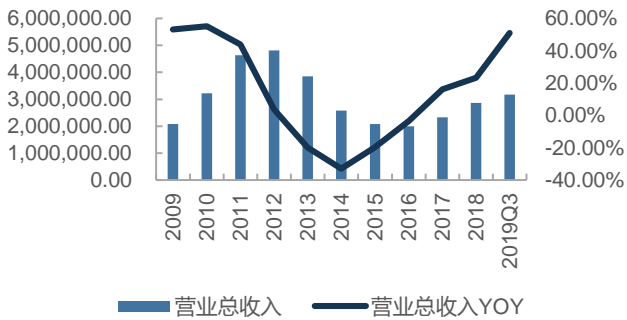


资料来源: wind, 德邦证券研究所

1.3 财报分析: 资产质量和盈利能力持续向好

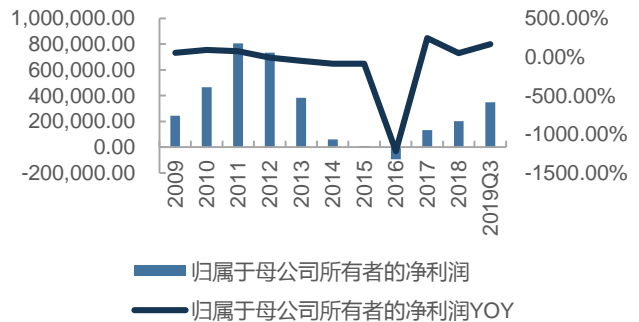
2016 年公司营收 200 亿元, 净利润-9.3 亿元, 毛利率 23.86%, 应收账款周转率和存货周转率达到低位, 经营业绩是近 10 年来的低点。2017 年, 混凝土机械和起重机械开始复苏, 公司当年扭亏为盈。2019 前三季度, 公司营收 317.55 亿元, 同比增长 50.96%, 归母净利润 34.8 亿元, 同比增长 167.08%, 净利润水平超过 2018 年全年, 经营质量和情况持续向好。

图 7 营收及增速 (单位: 万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

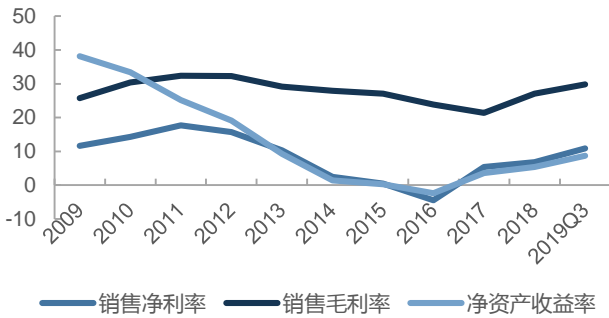
图 8 归母净利润及增速 (单位: 万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

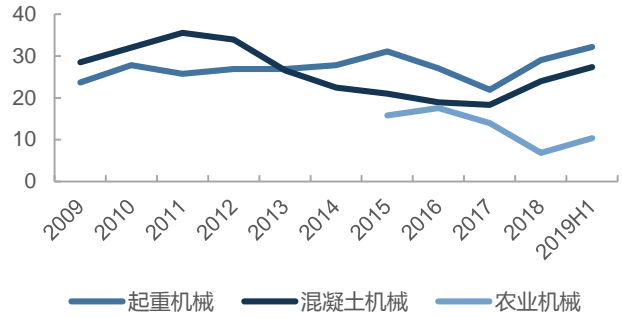
公司销售净利率和净资产收益率在经过行业低谷期之后稳健修复, 销售毛利率逐步提升。2016 年公司销售净利率和净资产收益率到达低谷, 2017 年开始由负转正。2019 年前三季度公司销售净利率和净资产收益率继续提升, 分别为 10.9%、8.72%。公司主营业务中除了农业机械外, 产品毛利率都明显提升。

图9 销售利润率和净资产利润率(单位: %)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

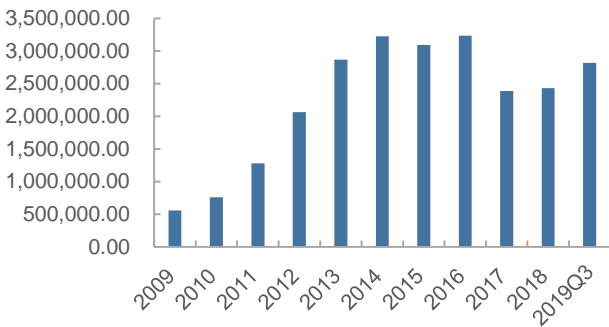
图10 主要机械板块毛利(单位: %)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

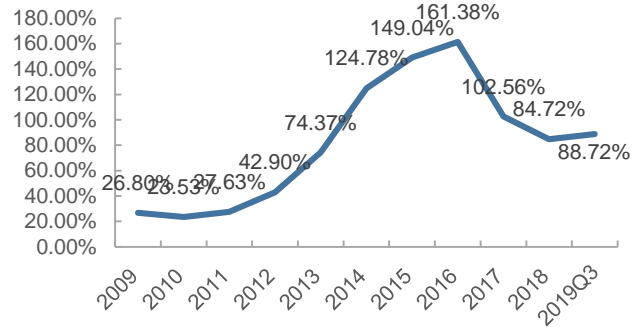
工程机械行业在上一轮周期上行中出现了过度竞争的情况, 行业企业采用激进的销售策略, 公司应收账款和应收票据总额不断增加。2016 年公司应收账款和应收票据高达 323 亿元, 占当年营收的 161%。本轮行业请复苏以来, 公司严格控制首付比例。经过几年的消化和一次性计提坏账, 应收账款和票据总额、占营收比出现双降。

图11 公司应收账款及应收票据(单位: 万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

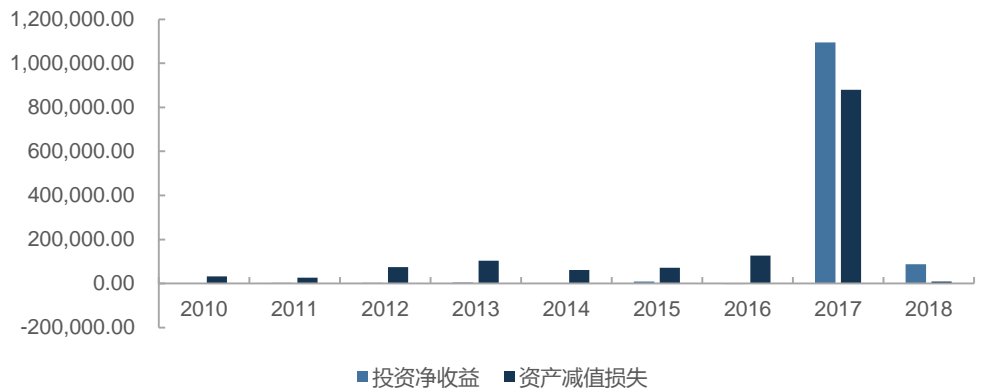
图12 公司应收账款及应收票据/总营收



资料来源: wind, 德邦证券研究所

2017 年随着出售环保产业以及一次性计提历史坏账, 重新将主营业务聚焦在工程机械和农业机械板块。2017 年公司作价 116 亿元出售环境产业 80% 的股权, 也借此投资收益, 公司彻底解决历史坏账问题, 计提资产减值损失 87.9 亿元, 甩开历史包袱, 修复资产负债表, 实现轻装上阵。

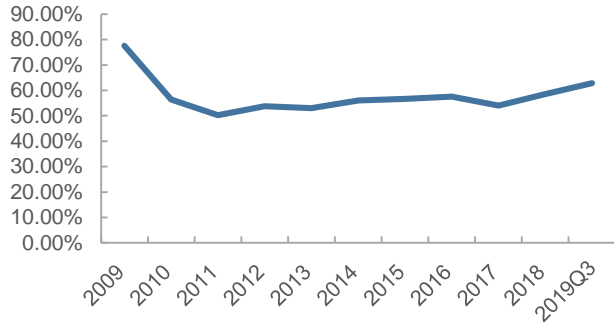
图13 2010-2018 投资净收益和资产减值对比(单位: 万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

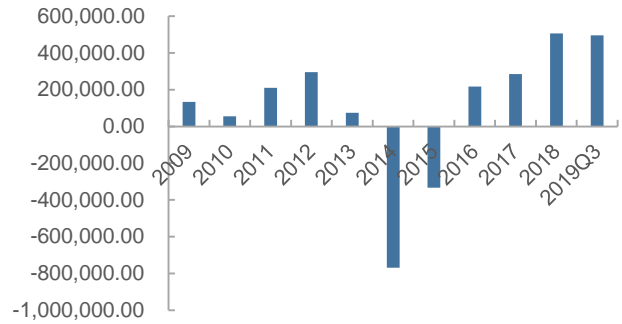
公司资产负债率保持稳定, 经营现金流创历史新高。公司资产负债率从 2009 年开始不断下降, 之后一直保持稳定, 经营风险不断降低。公司 2019 年前三季度经营活动现金净额达到 49.62 亿元, 公司主营业务在 14-15 年之后恢复“造血”功能。

图 14 资产负债率



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 15 经营现金流净额 (单位: 万元)



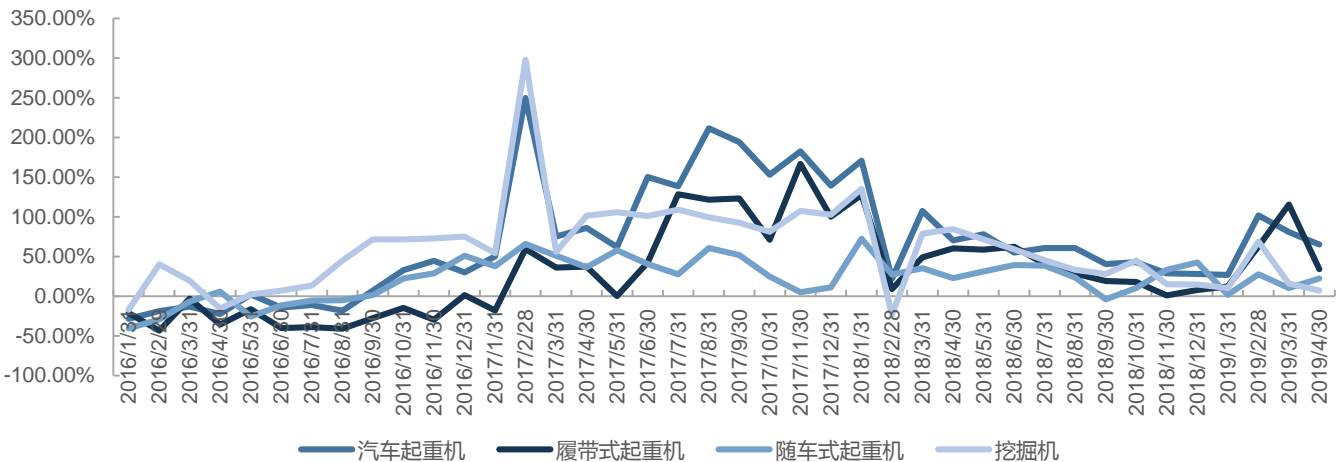
资料来源: wind, 德邦证券研究所

2. 聚焦工程机械领域, 公司强势产品景气度依旧

2.1 开工进场晚于挖掘机, 起重机和混凝土机械有望接力高增速

根据正常的开工顺序, 首先是挖掘机等土方设备进场作业, 然后是起重设备进场吊装最后是混凝土机械进场。按照这样的施工顺序, 起重机械进场比挖掘机进场迟 6 个月左右。从相关设备的销量增速上我们发现挖掘机销量增速从 2016 年 4 月止跌回升, 5 月份由负转正开始保持连续的正增长。汽车起重机和随车起重机在 10 月份开始保持正增长, 履带式起重机略晚, 直到 2017 年初开始保持正增长。

图 16 工程机械主要产品增速

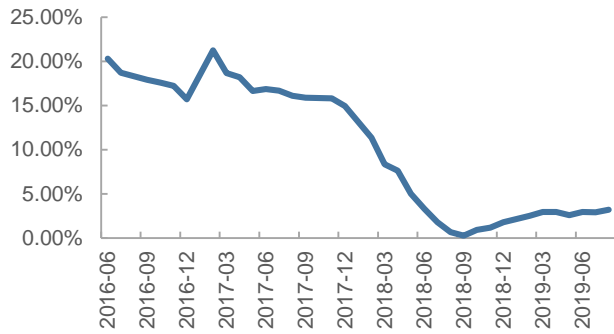


资料来源: wind, 德邦证券研究所

挖掘机销量复苏从 2016 年开始, 2019 年 1-9 月挖掘机累计销量 179195 台, 同比增长 14.69%。挖掘机销量景气度依旧, 在基建托底、房地产保持增长以及设备更新等因素的影响下, 我们预计全年大概率保持 10% 左右的增长, 预计景气度水平维持到明年底。因此, 我们预计起重机和混凝土机械的景气度有望维持到 2021 年。

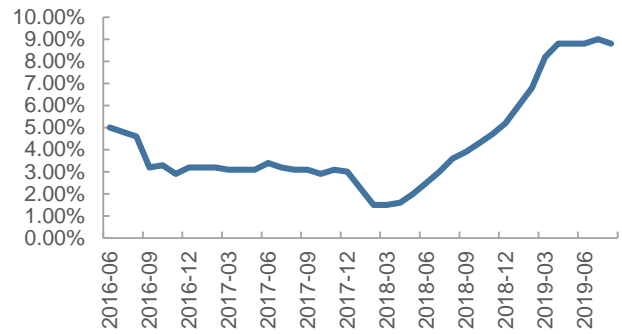
基建投资提速, 房地产施工面积增速维持高位。2019 年国家地方专项债总额 2.15 万亿元, 上半年累计发行 1.1 万亿元, 下半年的地方政府专项债发行规模预计不少于上半年。同时, 国务院常务会议提出要将明年的地方政府专项债提前到今年使用, 基建托底意味浓厚。房地产企业受下半年融资收紧的影响预计会谨慎拿地, 但传导到对下游新开工面积的影响预计需要 6 个月左右。房地产投资的建设周期在 2-3 年, 在手建设项目依然可以维持 2 年左右, 因此房地产新开工面积在短期受政策影响会产生一定的波动, 但是房屋施工面积的波动整体趋于稳定。

图 17 固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比



资料来源: wind, 德邦证券研究所

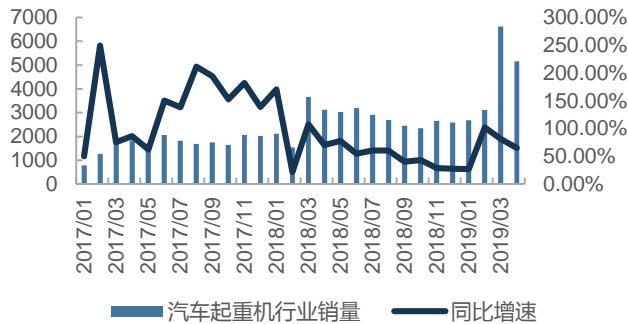
图 18 房屋施工面积累计增速



资料来源: wind, 德邦证券研究所

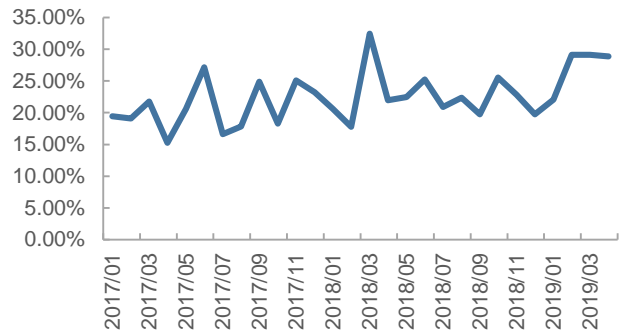
公司在起重机和混凝土机械领域处于领先地位。以汽车起重机为例, 2017 年以来, 公司市占率从 19.46%提升到 28.86%, 提升了 9.4pct。2019 年 1-4 月, 行业汽车起重机销量 17567 台, 同比增长 68.28%。在混凝土机械领域, 市场竞争依旧呈现出双寡头格局, 三一和中联的市场份额还在不断提升, 目前两家的合计份额在 80%左右, 较 2017 年还有提升, 行业竞争呈现出强者恒强的态势。公司重新聚焦在工程机械领域, 受益行业复苏, 业绩有望持续增长。

图 19 汽车起重机行业销量及同比增速 (单位: 台)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 20 中联汽车起重机市占率



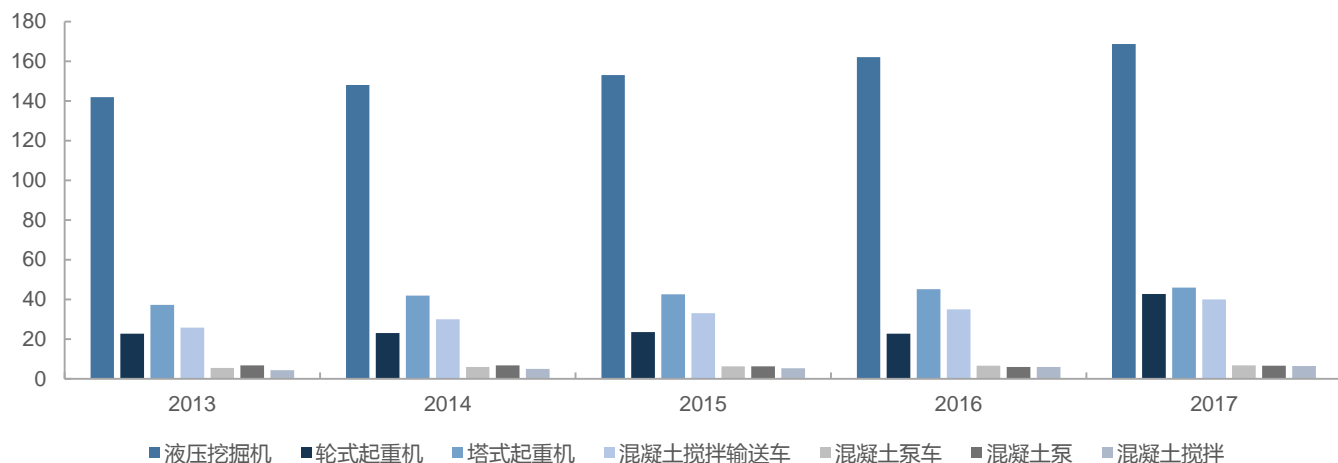
资料来源: wind, 德邦证券研究所

2.2 市场存量的更新需求开始爆发

行业经过十多年的发展, 存量设备规模不断增长, 存量设备更新替代产生的需求成为新机销售的重要驱动力。在当前下游行业投资进入低增速的情况下, 存量设备更新是支撑国内工程机械销量维持高位销售的重要原因。

工程机械受使用小时数、使用强度以及作业环境的影响, 使用寿命会有一定的波动。但总体来说挖掘机使用寿命在 6-8 年, 混凝土泵车和搅拌车的使用寿命在 5-8 年。截止 2017 年, 国内混凝土泵车/搅拌车的保有量规模分别为 6.8 万台/6.5 万台, 年更新量分别为 0.85 万台/0.8 万台。

图 21 主要工程机械产品保有量 (单位: 万台)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

设备回收期缩短、租金上涨带来的盈利能力增强是下游客户进行设备更新的经济动力。以 47 米泵车为例, 在 2011 年高峰时期, 泵送价格在 28 元/立方米左右。2013 年之后, 受投资退坡及设备供需失衡影响, 泵送价格普遍下降了 5 元/立方米左右, 部分地区下降幅度达到 10 元/立方米。当前, 泵送价格恢复到 30 元/立方米。我们也计算了不同泵送价格下, 客户的投资回收期:

表 1 不同泵送价格下的客户回收期 (假定月泵送量都为 5000 方)

时间	泵送价格 (单位: 元/方)	47 米泵车单价 (单位: 万元)	月收入 (单位: 万元)	扣成本后月收入 (单位: 万元)	回收期 (单位: 月)
2011-2012	28	320	14	8.65	36.99
2013-2016	23	320	11.5	6.15	52.03
2013-2016	18	320	9	3.65	87.67
2019	30	320	15	9.65	33.16

资料来源: 德邦证券研究所

2.3 环保刺激加快设备更新步伐

2.3.1 工程机械排放标准逐步升级

国内工程机械主要分为道路移动机械和非道路移动机械。道路机械主要包括混凝土泵车、混凝土搅拌车、汽车起重机, 非道路移动机械主要包括挖掘机、装载机、塔吊等。道路移动机械和非道路移动机械执行同一套排放标准, 但实施进度不相同。

2018 年 6 月 28 日, 生态环境部发布《重型柴油车污染物排放限值及测算办法 (中国第六阶段)》规定, 国六标准将分为“国六 A”和“国六 B”两个实施阶段。对于国六 A 标准, 2019 年 1 月 1 日起, 国内将正式提供新型燃油, 并于 2020 年 7 月正式实施国六 A 标准。对于非道路移动机械, 国二排放标准于 2009 年 10 月 1 日实施, 国三标准从 2016 年 4 月 1 日实施, 同时禁止国二新机销售。行业专家预计以柴油为动力的非道路机械有望在 2020 年下半年至 2021 年上半年实施国四标准。

表 2 工程机械排放标准实施进度表

	重型柴油车实施时间	非道路移动机械实施时间
国一		2007.10.1
国二	2005.9.1-2008.7.1	2009.10.1-2016.4.1
国三	2008.7.1-2013.7.1	2016.4.1
国四	2013.7.1-2017.7.1	2020 下半年-2021 上半年
国五	2017.7.1-2019.7.1	
国六	国六 A:2021.7.1 国六 B:2023.7.1	

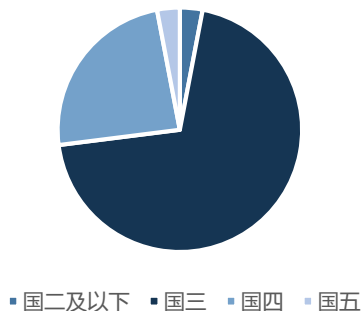
资料来源: wind, 德邦证券研究所

2.3.2 存量设备规模巨大, 排放标准升级致更新量可观

存量设备规模大, 根据工程机械工业协会的数据, 目前国内工程机械主要产品的保有量的 700 万台左右。其中液压挖掘机 160 万台, 轮式起重机 39.4 万-42.7 万, 塔式起重机 39.4 万-46 万, 混凝土泵车 6.2 万-6.8 万, 混凝土搅拌车 37.8 万-40.9 万, 混凝土搅拌站 5.99 万-6.57 万, 混凝土泵 5.58 万-6 万。

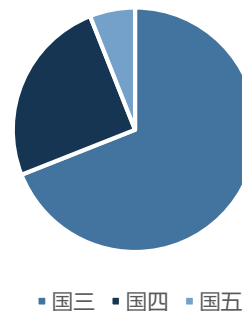
存量设备中国二、国三排放标准的机械占据半数以上。根据协会的统计, 混凝土泵车、汽车起重机国三及以下标准份额保有量分别为 4.5 万台和 13.8 万台, 分别占国内保有量的 73%和 69%, 塔式起重机国二标准及以下存量达到 34.7 万台, 占国内保有量约 96%。

图 22 混凝土泵车存量各排放标准设备占比



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 23 汽车起重机存量各排放标准设备占比



资料来源: wind, 德邦证券研究所

在重型柴油车保有量中 70%左右为国三及以下标准, 在非道路移动机械中 70%左右是国二及以下标准。随着重型柴油车未来实施国六 A 标准, 非道路移动机械实施国四标准, 北京、上海等大中型城市已经开始对国三标准重型柴油车和国二标准非道路移动机械进行限行、区域限制等措施。以北京为例, 北京对国二以下排放标准的车辆实行五环内工作日禁行政策。随着未来国六 A 标准的落地, 各大城市将会逐步对国三以下机械设备的限制。

3. 起重机业务: 塔吊市场绝对龙头, 起重机市场份额逐步提升

3.1 塔吊市场存量更新需求开始爆发

行业低谷期, 塔机销售呈现断崖式下滑。2013-2016 年, 塔式起重机销量出现断崖式下滑, 行业销量从 2013 年的 6.37 万台减少至 7 千台左右。2017 年开始, 随着行业复苏以及装配式建筑的政策要求, 行业塔机销量逐渐增长。塔机国内存量市场规模在 46 万台, 塔机的寿命在 15 年左右, 对应年更新率为 6.67%, 存量设备的更新需求为 3.08 万台/年。同时, 塔机下游租赁业务持续升温, 公司塔机下游第一大客户庞源租赁价格指数不断创新高, 反映出塔机需求旺盛, 更新需求叠加新增需求, 我们预计塔机行业销量

开始爆发。

图 24 鹿源租赁价格指数



资料来源：鹿源租赁官网，德邦证券研究所

塔机下游客户主要是设备租赁商，塔机下游市场以租赁为主，鹿源租赁也是公司的第一大客户。鹿源指数是鹿源租赁发布的塔机租赁市场的价格指数，用来反映国内塔机租赁市场的价格波动，以 2017 年基数 1000 开始。2017 年以来，鹿源塔机租赁价格指数不断攀升，2019 年 5 月创新高达 1549。

3.2 装配式建筑带动大吨位塔机增长，收购威尔伯特进军欧洲市场

装配式建筑政策出台，带动大吨位塔机需求量。装配式建筑是指预制部件在其他地方生产在工地装配而成的建筑。装配式建筑可以减少施工垃圾、降低材料损耗、减少粉尘等优点。目前，欧美发达国家的装配式建筑渗透率在 80% 左右，而国内目前只有 7%，对标欧美，还有很大的提升空间。

国内存量塔吊呈现出小吨位过剩和大吨位短缺并存的局面。装配式建筑将会刺激大中型塔吊的需求，从鹿源租赁的数据来看，公司 PC 塔吊约 1200 台左右，是 2016 年的 50 倍。为了满足下游旺盛的需求，鹿源租赁母公司建设机械拟非公开募集 15 亿元用于购买 1500 台大中型塔吊。而鹿源租赁是公司塔吊市场的第一大客户。

表 3 装配式建筑相关政策

时间	文件名
2015.11	《建筑产业现代化发展纲要》
2016.9	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》
2017.3	《“十三五”装配式建筑行动方案》
2018.3	《打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》

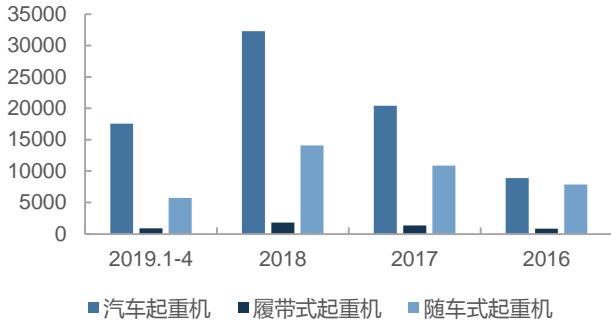
资料来源：wind，德邦证券研究所

公司于 2018 年 11 月宣布收购德国威尔伯特 100% 股权，威尔伯特是全球领先的变幅式动臂塔机制造商以及欧洲排名第三的塔机租赁商，在高端起重机领域欧洲市占率第一，其大型塔机的起重能力、精度及安全性在欧洲首屈一指。公司收购威尔伯特，对动臂塔机研发制造以及进军欧洲高端市场具有重要意义。

3.3 起重机市占率稳步提高

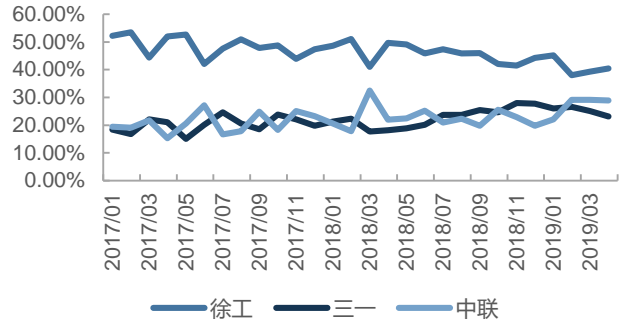
起重机行业呈现寡头垄断格局，龙头市占率不断提升。汽车起重机价值在整个起重机行业的价值超过了 2/3。汽车起重机市场 2011 年以前由徐工和中联双寡头垄断，2011 年之后三一进入汽车起重机市场，目前形成徐工、中联、三一三足鼎立的格局，且三家市占率超过了 90%。

图 25 起重机年销量 (单位: 台)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 26 龙头企业汽车起重机市占率



资料来源: wind, 德邦证券研究所

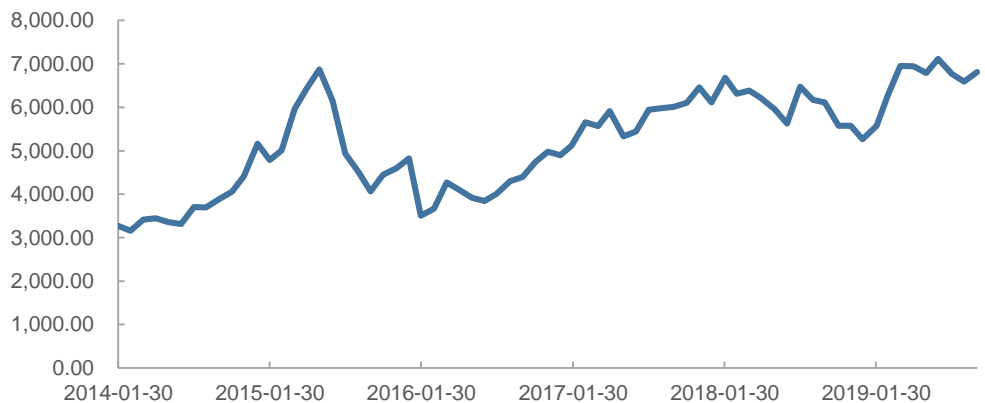
中联起重机市占率从年初的 20% 左右提升到了将近 30%。和挖掘机类似,起重机的销售渠道也在下沉,农村市场贡献了重要的销量,这一点也可以从小吨位汽车起重机的销量占比得到印证,中联 30 吨以下起重机销量 19 年 1-4 月同比增长了 80% 左右。以往小吨位产品主要被徐工和三一把持,2018 年中联推出 12 吨汽车起重机产品。从产品图谱来看,中联在起重机领域已经形成完备的产品图谱,具有很强的竞争力。

4. 混凝土机械: 下游需求稳健, 更新需求是主力

4.1 下游需求复苏, 先行指标向好

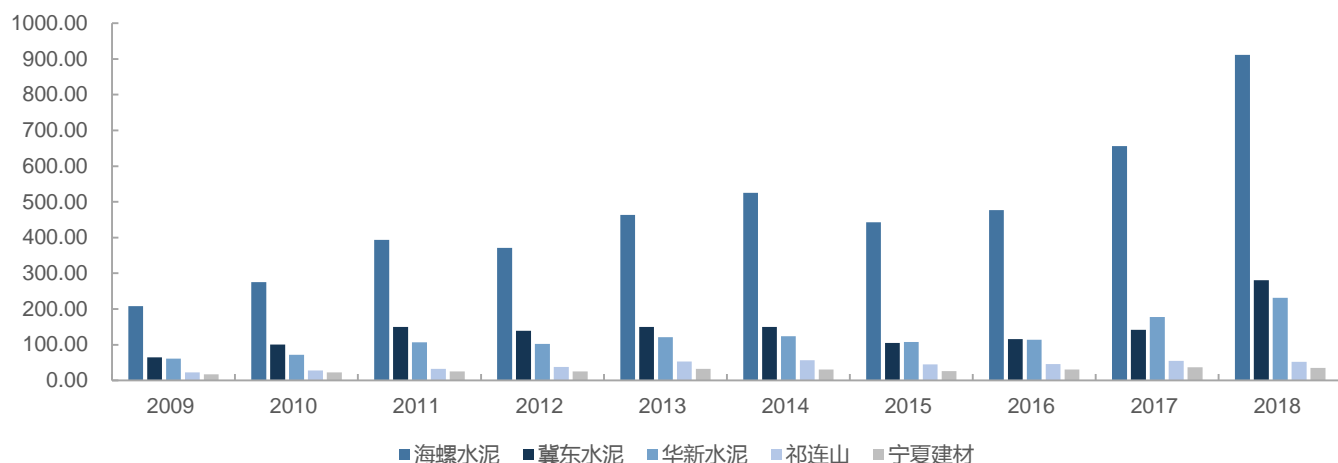
混凝土机械的需求传导路径一般按照如下顺序: 水泥-预拌混凝土-搅拌/运输/泵送-混凝土机械需求。因此,水泥销量产销量、混凝土价格指数可以看做是混凝土设备需求的先行指标。根据日度、周度、年度的有关数据我们发现,水泥价格自 2016 年 9 月触底之后,价格指数持续上涨。截止 2019 年 9 月 30 日,申万行业指数显示,水泥制造行业指数为 6814.19,同比增长 11.5%,环比增长 3.35%,景气度季度提高。主要水泥厂商的水泥业务营收也在 2015 年触底反弹。

图 27 申万行业指数: 水泥制造



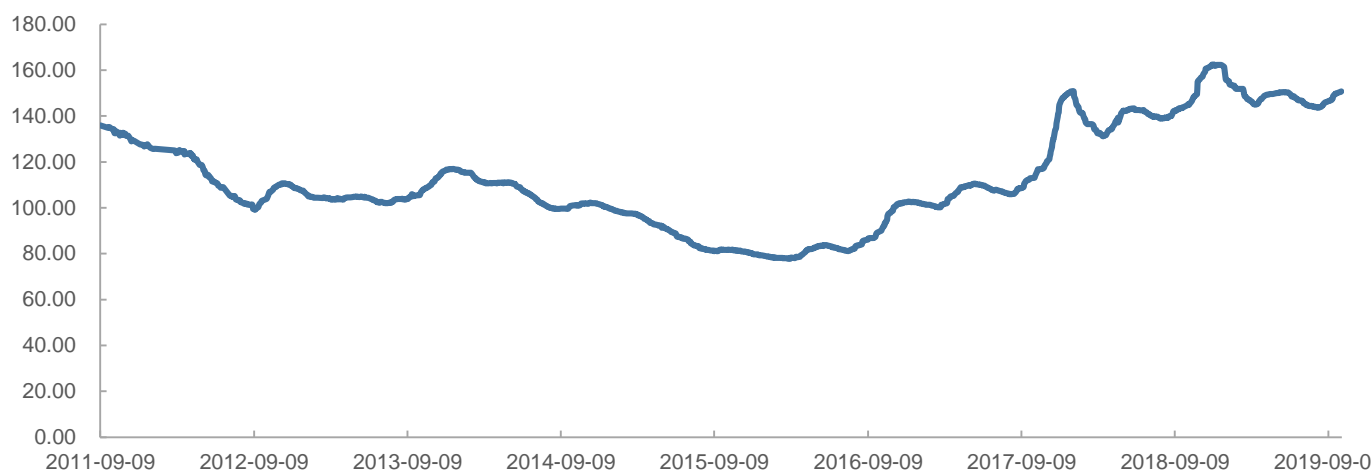
资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 28 水泥厂商水泥板块业务营收 (单位: 万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 29 全国水泥价格指数



资料来源: wind, 德邦证券研究所

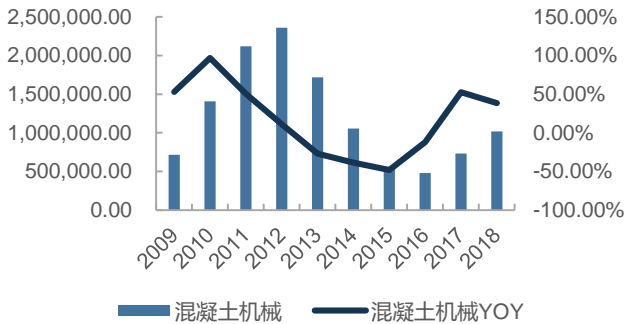
4.2 市场保持双寡头竞争格局, 盈利能力不断复苏

行业集中度不断提升, 市场保持双寡头格局。三一和徐工分别在 2012 年 1 月和 2012 年 7 月收购海外混凝土机械巨头德国普茨迈斯特、德国施维英, 但由于激进的销售策略透支市场需求, 行业混凝土设备销量随后几年大幅下滑, 龙头企业混凝土业务盈利能力不断恶化, 徐工 2015 年将德国施维英股权出售, 基本退出混凝土设备市场。中联 2008 年收购意大利 CIFA 公司, 目前全球混凝土机械市场 60% 的市场份额被三一和中联把持, 两家公司也基本占据了国内市场份额, 且市占率还在不断提升。

公司产品技术领先, 种类丰富。公司长臂架泵车及站类产品常年保持行业第一, 技术水平处于全球领先水平, 在长臂架泵车研发方面, 由于得到 CIFA 的碳纤维臂架泵车的专利技术支持, 2012 年推出全球最长 101 米碳纤维臂架泵车创造泵车泵送高度世界纪录。目前公司混凝土机械产品覆盖混凝土搅拌站(楼)、混凝土搅拌运输车、混凝土泵车、车载式混凝土泵车、混凝土拖泵、混凝土布料机、干混砂浆成套设备、机制砂成套设备、混凝土喷射机械手等 9 大类产品、100 多个品种。

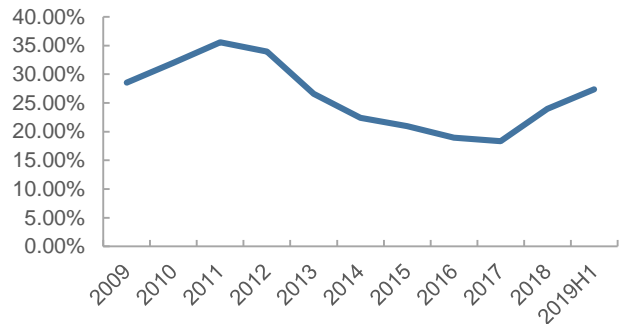
行业复苏以来,公司混凝土机械业务盈利能力不断增加。公司在上一轮景气高点时,混凝土机械业务营收达到 235 亿元,营收占比将近一半,毛利率达到 35%左右。2013-2016 年,行业景气度不断下滑,公司混凝土机械业务营收不断减少,2016 年减少到最低点,达到 48 亿元,比高峰期下跌 79.57%,毛利率只有 18%。2017 年行业复苏以来,混凝土机械业务营收和毛利不断增强。2018 年业务营收 101.6 亿元,同比增长 38.59%,毛利率达到 23.96%。我们认为,未来随着行业复苏的持续,混凝土的盈利能力将会不断增强。

图 30 混凝土机械营收及增速 (单位:万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 31 混凝土机械毛利率



资料来源: wind, 德邦证券研究所

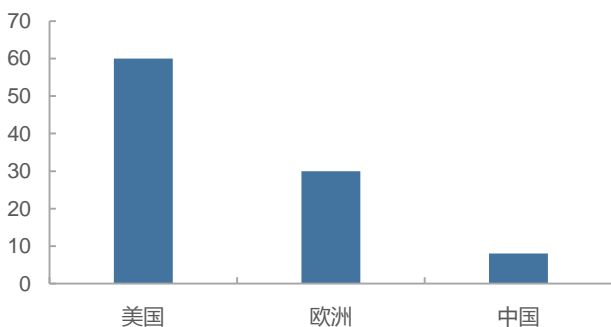
5. 进军高空作业平台, 拓宽增长空间

5.1 对标欧美, 高空作业平台市场前景广阔

对标传统工程机械发展历史,国际高空作业平台巨头纷纷进入中国市场。1995 年日本高空作业平台厂商 Aichi 与国内企业合资设厂,主营高空作业平台,率先进入中国市场。随后,欧美厂商陆续跟进,2009 年起,吉尼、JLG、欧力胜先后在常州、天津设厂,进行剪叉式和臂式的生产。

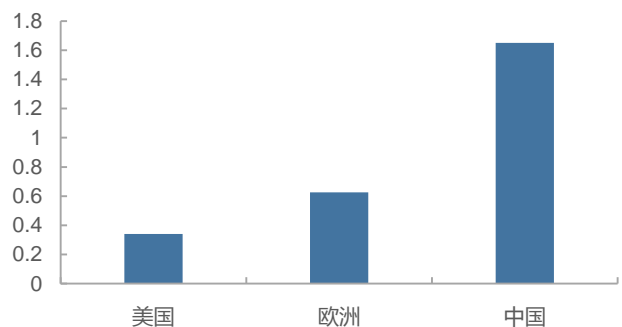
对标欧美市场,国内市场还有广阔的增长空间。据 IPAF 统计,2018 年全球高空作业平台保有量约 147 万台,其中美国市场的市场保有量已经达到了 60 万左右,欧洲 30 万台,而中国市场高空作业平台保有量目前只有 8 万台,欧美市场规模分别是中国市场的 7.5 倍、3.75 倍。从 2018 年的 GDP 比值来看。美国每 0.34 亿美元 GDP 对应一台高空作业平台,欧洲每 0.63 亿美元 GDP 对应一台高空作业平台,中国目前每 1.65 亿美元对应一台高空作业平台,国内高空作业平台市场前景广阔。

图 32 美国、欧洲和国内市场保有量对比 (单位:万台)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 33 单位高空作业平台对应 GDP (单位:亿美元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

5.2 安全性、生产成本以及工作效率是行业发展的内生动力

目前国内市场脚手架和吊篮等传统登高工具使用普遍，但由于其缺乏安全保障导致高空事故频发。随着安全生产制度保障逐步健全和完善，施工安全意识日趋加强，以高空作业平台替代传统脚手架作为专用登高设备的需求必然增加。

表 4 近年来脚手架坍塌事故整理

时间	地区	死伤情况
2019.7.4	江苏靖江	慕尔翰公司 3 名理科工在搭设脚手架过程中发生高处坠落事故，事故造成 1 人死亡
2019.3.21	江苏扬州	中航宝胜海底电缆项目主塔外墙喷涂粉刷作业脚手架发生坠落，事故造成 3 人死亡
2019.1.15	福建莆田	福建省莆田市发生一起脚手架坍塌事故，造成 4 人当场死亡，8 人受在送往医院救治的途中，又有一人抢救无效死亡。
2018.9.20	上海	上海市北翟路一在建的虹桥污水处理厂工地内，作业人员在高效沉淀池区域钢管脚手架拆除时发生事故，造成 4 人死亡
2018.8.7	广东普宁	普宁市池尾街道一建筑工地发生脚手架倒塌事故，事故造成 2 人死亡
2018.5.4	深圳	深圳龙岗平湖华南城 1 号馆发生脚手架坍塌事故，造成 16 人受伤
2018.4.28	陕西神木	陕西省神木市的陕西小保当矿业有限公司联建楼建筑工地发生脚手架坍塌，导致 3 人死亡 4 人受伤

资料来源：德邦证券研究所

国内劳动力成本不断上升，为机械化作业替代人工作业、高空作业平台替代传统高空作业工具提供了良好机遇，此外利用高空平台施工可提高施工效率。高空作业平台在我国基础设施建设、航空航天、电力、船舶、物业、建筑桥梁、仓储超市等各大行业的应用范围将不断扩大。

高空作业平台可以大幅缩短施工时间。以 500 平米墙面粉刷为例，传统的脚手架方大约需要 130 小时，而使用高空作业平台的时间大概在 100 小时，时间节省大概 23.08%。

表 5 高空作业平台和脚手架工时对比

	人工	时间 (小时)
脚手架	5 人	130
高空作业平台	2 人	100

资料来源：德邦证券研究所

5.3 公司进入高空作业平台市场，或改变市场竞争格局

高空作业平台技术与塔吊、起重机同源，公司不存在技术障碍。作为工程机械龙头企业，公司在类起重设备方面最不缺的就是技术。公司 2018 年开始进入高空作业平台行业，同年 10 月发布包括自动行走电动剪叉式、曲臂式、直臂式三大类别、8 个型号的高端智能全新产品。同时，剪叉式高空作业平台实现全工序的智能化流水作业，年产能可达 12000 台，臂式年产能可在 3000 台左右。

在销售端，公司目前为了快速的抢占市场在，充分利用自身融资成本低的特点，给予客户宽松的融资租赁政策，在首付款和质保金方面都比较优惠，对客户具有较强的吸引力。我们认为，公司一旦形成规模效应，成本优势明显，可能会和鼎力形成激烈的竞争。

图 34 公司高空作业机械



资料来源：公司官网，德邦证券研究所

6. 盈利预测和估值

6.1 盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年营收分别为 390.1 亿元、445.61 亿元、495.91 亿元，YOY 分别为+35.9%、+14.2%、+11.3%，实现归母净利润 41.39 亿元、50.16 亿元、57.16 亿元，YOY 分别为+104.9%、+21.2%、+14.0%，EPS 分别为 0.53 元、0.64 元、0.73 元，对应 PE 分别为 11.19x、9.27x、8.12x。

表 6 营收预测

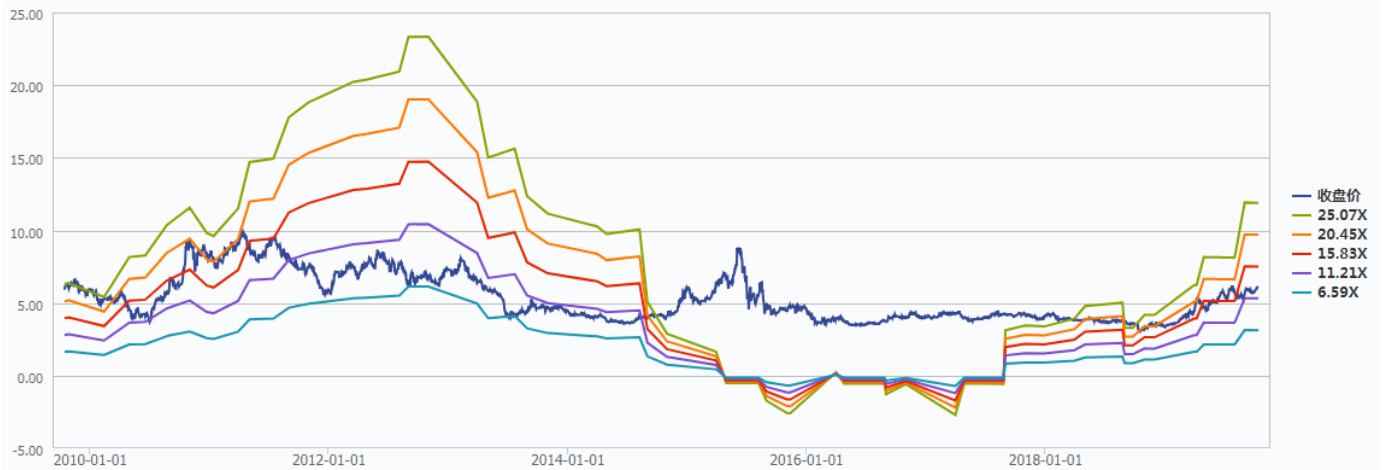
	2018	2019E	2020E	2021E
农业机械机械营收 (单位: 万元)	147,670.45	150,000	157,500	165,375
毛利 (%)	6.88%	10%	11%	12%
起重机械营收 (单位: 万元)	1,247,240.17	2,050,000	2,397,000	2,661,300
毛利 (%)	29.06%	31%	31.5%	32%
混凝土机械营收 (单位: 万元)	1,016,526.94	1,216,000	1,397,550	1,603,250
毛利 (%)	23.96%	27.37%	28%	29%
金融服务营收 (单位: 万元)	49,705.11	50,000	52,500	55,125
毛利 (%)	99.73%	99%	99%	99%
其他机械和产品营收 (单位: 万元)	408,511.62	430,000	451,500	474,075
毛利 (%)	26.15%	26%	27%	28%

资料来源：wind，德邦证券研究所

6.2 公司估值和投资建议

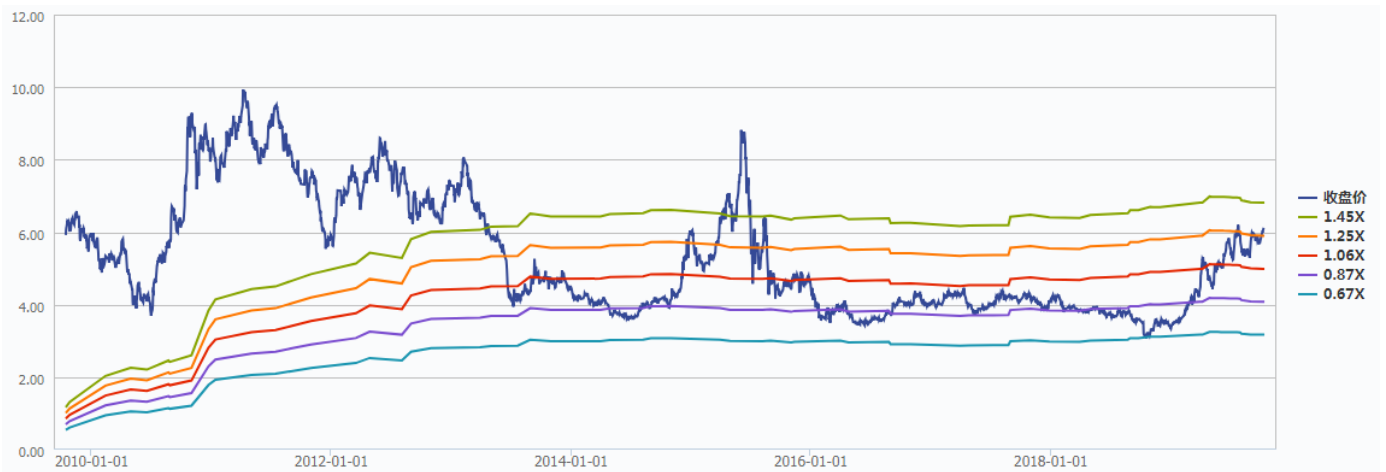
工程机械龙头企业，行业复苏后周期属性明显。公司作为工程机械龙头企业，在起重机械、混凝土机械等多项业务处于寡头垄断格局。在上一轮行业上行周期，公司业绩充分享受行业繁荣时期的硕果，股价也呈现出“戴维斯双击”，公司估值提升到 25 倍。在行业下行周期，公司业绩出现大幅下滑，股价也呈现出“戴维斯双杀”，市场给予公司的最低估值达到 6.59 倍。在行业底部阶段，公司业绩未得到明显改善，同时市场对公司缺乏关注，股价并未呈现公司的合理价值。此轮上行周期，我们认为随着行业复苏持续，行业市占率向龙头企业集中，公司会充分受益。同时，公司逐步进行国际化的布局，考虑到行业增长前景和公司的龙头地位，我们认为公司的合理估值水平为 12 倍，对应股价为 6.36-7.68 元，首次覆盖，给予买入评级。

图 35 中联重科历史 PE Band



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 36 中联重科历史 PB Band



资料来源: wind, 德邦证券研究所

表 7 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿人民币)	PE (TTM)	PE (19E)
000157.SZ	中联重科	473	11.1	11.2
600031.SH	三一重工	1243	11.4	10.8
000425.SZ	徐工机械	367	10.0	9.2
000528.SZ	柳工	95.06	9.8	9.3
000923.SZ	河北宣工	105	20.8	15.7
002097.SZ	山河智能	63.98	13.5	12.6

资料来源: wind, 德邦证券研究所

7. 风险提示

工程机械下游市场需求断崖式萎缩;原材料价格大幅波动;海外市场布局不及预期;

公司新产品产能释放及推广不及预期；国家环保政策放松导致设备更新需求放缓；行业竞争非理性化，公司盈利受到影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	28697	39010	44561	49591
每股收益	0.26	0.53	0.64	0.73	营业成本	20923	27548	31185	34354
每股净资产	4.86	5.33	5.97	6.70	毛利率%	27.1	29.4	30.0	30.7
每股经营现金流	0.64	1.01	0.82	0.85	营业税金及附加	251	351	379	422
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9	0.9	0.9	0.9
价值评估 (倍)					营业费用	2379	3218	3565	3967
P/E	13.87	11.58	9.55	8.38	营业费用率%	8.3	8.3	8.0	8.0
P/B	0.73	1.14	1.02	0.91	管理费用	1459	1716	2005	2232
P/S	1.66	1.23	1.08	0.97	管理费用率%	5.1	4.4	4.5	4.5
EV/EBITDA	13.53	10.93	8.92	7.67	研发费用	581	741	847	1091
股息率%	0.0	0.0	0.0	0.0	研发费用率%	2.0	1.9	1.9	2.2
盈利能力指标 (%)					EBIT	3103	5435	6580	7526
毛利率	27.1	29.4	30.0	30.7	财务费用	1244	901	909	897
净利润率	7.0	10.6	11.3	11.5	财务费用率%	4.3	2.3	2.0	1.8
净资产收益率	5.3	9.9	10.7	10.9	资产减值损失	87	-44	2	3
资产回报率	2.2	4.1	4.7	5.1	投资收益	871	200	150	100
投资回报率	4.5	9.1	10.3	10.8	营业利润	2601	4758	5839	6751
盈利增长 (%)					营业外收支	37	15	19	20
营业收入增长率	23.3	35.9	14.2	11.3	利润总额	2639	4773	5858	6771
EBIT 增长率	593.2	75.1	21.1	14.4	EBITDA	3947	6407	7635	8668
净利润增长率	51.6	104.9	21.2	14.0	所得税	682	695	926	1155
偿债能力指标					有效所得税率%	25.8	14.6	15.8	17.1
资产负债率%	58.5	57.5	55.3	53.0	少数股东损益	-63	-61	-84	-101
流动比率	1.8	2.0	2.1	2.2	归属母公司所有者净利润	2020	4139	5016	5716
速动比率	1.5	1.8	1.8	1.9					
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.3	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	10068	9900	10100	10800
应收帐款周转天数	306.4	240.3	220.0	210.0	应收款项	24312	25682	26858	28532
存货周转天数	160.8	132.8	125.8	120.0	存货	9551	10023	10748	11294
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	其它流动资产	26438	28820	30222	31017
固定资产周转率	5.1	6.9	7.2	7.4	流动资产合计	70369	74425	77928	81643
					长期股权投资	3499	3699	3799	3849
					固定资产	5439	5886	6419	7070
					在建工程	638	538	438	388
					无形资产	4014	4089	4048	3903
					非流动资产合计	23088	25412	28004	31059
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	93457	99837	105933	112702
净利润	2020	4139	5016	5716	短期借款	8325	3694	544	1454
少数股东损益	-63	-61	-84	-101	应付账款	10811	13743	15756	17119
非现金支出	1214	928	1057	1145	预收账款	0	995	993	974
非经营收益	671	831	845	883	其它流动负债	20492	17886	19189	17290
营运资金变动	1223	2129	-365	-950	流动负债合计	39628	36319	36482	36836
经营活动现金流	5064	7966	6470	6693	长期借款	5539	7539	8539	9339
资产	-433	-1332	-1425	-1575	其它长期负债	9521	13521	13521	13521
投资	-7455	-1910	-2220	-2620	非流动负债合计	15060	21060	22060	22860
其他	299	175	165	120	负债总计	54688	57378	58542	59696
投资活动现金流	-7589	-3067	-3480	-4075	实收资本	7809	7867	7867	7867
债权募资	6906	-631	-3150	-891	普通股股东权益	38201	41953	46969	52685
股权募资	43	-1321	0	0	少数股东权益	567	506	422	321
其他	-2847	-3115	361	-1028	负债和所有者权益合计	93457	99837	105933	112702
融资活动现金流	4102	-5067	-2789	-1918					
现金净流量	1577	-168	200	700					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 08 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。