

推荐（上调）

三一重工（600031）深度报告

风险评级：中风险
业绩持续高增长，行业龙头再塑辉煌
2018年11月2日

投资要点：

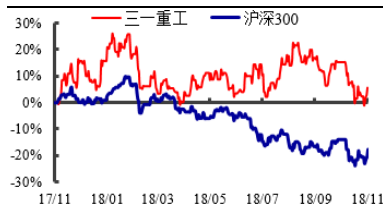
分析师：何敏仪
SAC 执业证书编号：
 S0340513040001
电话：0769-23320072
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

研究助理：张豪杰
SAC 执业证书编号：
 S0340118070047
电话：0769-22119416
邮箱：
 zhanghaojie@dgzq.com.cn

主要数据 2018年11月2日

收盘价(元)	8.14
总市值(亿元)	634.48
总股本(百万股)	7,794.60
流通股本(百万股)	7,756.09
ROE (TTM)	17.07%
12月最高价(元)	10.02
12月最低价(元)	7.46

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

三一重工（600031）2018年前三季度业绩预告点评：前三季度预增160%-180%，行业龙头优势凸显

- **工程机械龙头企业，18年业绩屡超预期。**公司是我国工程机械行业龙头企业，率先受益于行业的复苏，18年业绩屡超预期。公司混凝土机械、挖掘机械、100吨级以上的汽车起重机、50吨级以上履带起重机等产品市场占有率居于行业第一。深耕“一带一路”沿线国家市场，公司总体产业布局和“一带一路”区域吻合度高达75%左右。18年1-9月，公司挖掘机出口4477台，同比增长74.6%，出口占比高达32.3%。伴随着行业景气度的不断提升，公司修复资产负债表，各项财务指标明显改善。
- **产品线多点开花，主要产品销量领跑行业。**18年前三季度三一挖掘机销量大增，市占率逐月提升，攀升至22.8%，创下历史新高。挖掘机营收占比高达39.7%，位居第一。前三季度公司挖掘机、汽车起重机等产品销量增速均高于行业增速，行业复苏率先受益。未来起重机和泵车的更新需求将有望接力挖掘机，成为带动行业持续复苏的强劲动因。混凝土机械和起重机械业务18年上半年合计营收占比高达45.0%。各类工程机械产品更新需求的托底作用将为公司未来业绩的持续稳定增长保驾护航。
- **多方助力工程机械行业复苏，挖掘机市场火爆行情有望延续。**受益于房地产投资，基建投资，更新需求和“一带一路”区域出口的带动，工程机械行业自16年底开始复苏，18年行业复苏势头更加迅猛，目前正处于一个新周期的上行阶段。复苏进程中行业集中度不断提升，18年1-8月国内挖掘机械市场CR4/CR8分别提升至54.0%/77.7%，龙头企业优势逐渐凸显。18年1-9月挖掘机销量达156242台，同比增长53.3%，创历史新高。挖掘机市场呈现出“旺季很旺，淡季不淡”的新特征。四季度基建投资有望加大，叠加更新需求持续和“一带一路”区域出口的向好，预计在11、12月新一轮旺季有望迎来挖掘机另一个销售高峰。我们预计18年全年挖掘机销量有望达到19.8万台左右，预计同比增长41.3%左右。
- **投资建议：**公司18年上半年和前三季度业绩均实现超预期增长，我们上调公司盈利预测，预计公司18/19年的每股收益分别为0.82/0.98元，当前股价对应PE分别为9.97/8.32倍，给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济下滑；行业景气度下降；海外贸易环境恶化；订单减少，业绩不及预期。

主要财务指标预测表（2018/11/2）

单位（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	23,280.07	38,335.09	54,627.50	62,821.62
YOY (%)	-0.37%	64.67%	42.50%	15.00%
归母净利润	203.46	2,092.23	6,364.45	7,621.77
YOY (%)	46.81%	928.34%	204.20%	19.76%
EPS (元)	0.03	0.27	0.82	0.98
PE	311.85	30.33	9.97	8.32

资料来源：Wind，东莞证券研究所

目录

1. 工程机械龙头企业，高端制造之路再塑辉煌	4
1.1 国内最大的工程机械制造商之一	4
1.2 研发实力行业一流，引领中国高端制造	5
1.3 深耕“一带一路”沿线市场，出口数量再创新高	7
1.4 积极并购全面布局，业务拓展提供新动能	8
2. 产品线多点开花，18 年业绩屡超预期	9
2.1 18 年业绩屡超预期，经营质量显著改善	9
2.2 挖掘机械毛利贡献突出，混凝土机械仍具优势	10
2.3 主要产品销量领跑行业，市占率稳步提升	11
2.4 多元化产品接力更新需求，上演轮动复苏大剧	13
3. 多方助力工程机械行业复苏，集中度提升龙头受益	14
3.1 房地产投资趋于平稳，基建投资有望加大	14
3.2 更新需求持续发力，看好“一带一路”增长极	16
3.3 行业集中度不断提升，国产品牌逐步实现进口替代	18
4. 行业业绩持续向好，挖掘机市场火爆行情有望延续	20
4.1 工程机械行业 18 年前三季度业绩分析	20
4.2 主要工程机械产品 18 年前三季度销量大增	21
4.3 挖掘机市场“旺季很旺、淡季不淡”，四季度新一轮旺季即将到来	22
5. 投资建议	24
6. 风险提示	24

插图目录

图 1：三一重工发展历程图	4
图 2：三一重工股权结构图	4
图 3：公司历年研发投入占营收的比例（%）	6
图 4：公司自主研发的 86 米长臂架泵车	6
图 5：三一长沙产业园的十八号厂房前标语	7
图 6：公司海外布局图	7
图 7：公司海外业务收入及增速（亿元，%）	7
图 8：公司挖掘机当月出口数量及增速（台，%）	7
图 9：公司历年营收及同比增速（亿元，%）	9
图 10：公司归母净利润及同比增速（亿元，%）	9
图 11：公司毛利率、净利率和期间费用率（%）	10
图 12：公司历年经营性现金流及增速（亿元，%）	10
图 13：公司部分产品示意图	10
图 14：公司 2018 年 H1 主营构成	11
图 15：公司 2018 年 H1 各主营业务毛利率（%）	11
图 16：2018 年全球工程机械厂商排名	12
图 17：三一挖掘机市占率（%）	12
图 18：三一挖掘机销量及同比增速（台，%）	12
图 19：三一汽车起重机销量及同比增速（台，%）	12

图 20: 工程机械在建设中的进场先后顺序图	14
图 21: 房屋新开工面积及增速（万平方米，%）	14
图 22: 房产开发投资完成额及增速（亿元，%）	14
图 23: 城镇固定资产投资完成额、基建投资额、房地产投资额、基建投资占比（万亿元，%）	15
图 24: PPP 项目总入库数、落地数及落地率（个，%）	15
图 25: 地方政府专项债券规模（亿元）	16
图 26: 挖掘机替换高峰期预测图	16
图 27: 工程机械进出口金额及增速（亿美元，%）	17
图 28: 对外承包工程新签合同额及增速（亿美元，%）	17
图 29: 工程机械行业挖掘机出口数量及同比增速（台，%）	18
图 30: 18 年 1-8 月挖机市场海内外品牌占比（%）	18
图 31: 挖掘机市场海内外品牌历年占比情况（%）	18
图 32: 18 年 1-8 月各企业挖掘机市占率排序（%）	19
图 33: 挖掘机市场 CR4 和 CR8 历年变化情况（%）	19
图 34: 行业历年营收及同比增速（亿元，%）	20
图 35: 行业历年归母净利润及增速（亿元，%）	20
图 36: 行业历年毛利率、净利率和费用率（%）	21
图 37: 行业历年净资产收益率（%）	21
图 38: 行业应收账款周转率及存货周转率（次）	21
图 39: 行业经营活动现金流量（亿元）	21
图 40: 挖掘机月销量及同比增速（台，%）	22
图 41: 汽车起重机月销量及同比增速（台，%）	22
图 42: 装载机月销量及同比增速（台，%）	22
图 43: 叉车月销量及同比增速（台，%）	22

表格目录

表 1: 2018 年上半年公司前十大股东	5
表 2: 2017 年公司研发创新成果	6
表 3: 近十年来公司重大并购事项	8
表 4: 2018 年 1-9 月行业和公司挖掘机、汽车起重机销量及增速对比	13
表 5: 挖掘机市场淡旺季分析表	23
表 6: 公司盈利预测简表	25

1. 工程机械龙头企业，高端制造之路再塑辉煌

1.1 国内最大的工程机械制造商之一

三一重工的前身是始创于 1989 年的湖南省涟源市焊接材料厂，2000 年成立股份公司，并于 2003 年登陆上海 A 股，是我国民营企业的标杆之一。历经近三十年的发展，目前公司已经成为我国最大的工程机械制造商之一。

公司主要从事工程机械的研发、制造、销售和服务，公司产品包括混凝土机械、挖掘机械、起重机械、桩工机械和筑路机械等。其中混凝土机械、挖掘机械、100 吨级以上的汽车起重机、50 吨级以上履带起重机等产品市场占有率居于行业第一。

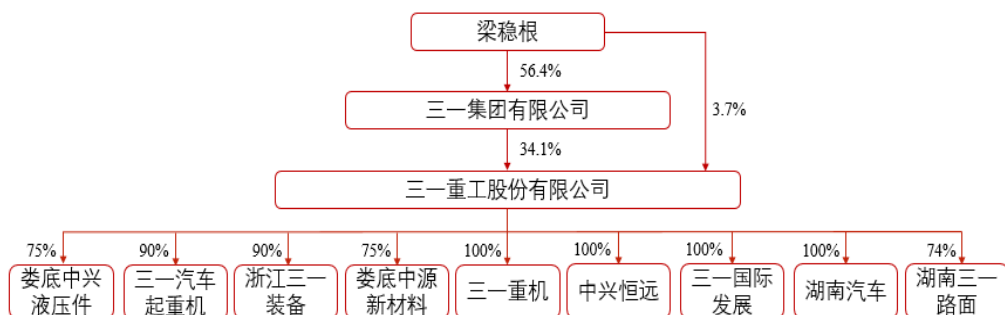
2018 年上半年，混凝土机械实现销售收入 85.5 亿元，稳居全球第一品牌；挖掘机械销售收入 111.6 亿元，国内市场上已连续七年蝉联销量冠军，市场占有率超过 22%，特别是中大型挖掘机市场份额提升较快。

图1：三一重工发展历程图



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

图2：三一重工股权结构图



数据来源：17年年报，18年半年报，东莞证券研究所

公司控股股东为三一集团有限公司，实际控制人为梁稳根先生，根据公司 2018 年半年报显示，梁稳根直接持有公司 3.7% 的股份，持有三一集团有限公司 56.4% 的股份，三一集团持有公司 34.1% 的股份，是公司的第一大股东。

梁稳根先生现任公司董事长，三一集团董事，是中国著名企业家，2011 年，以 500 亿元的身家登顶《新财富》杂志的“2011 新财富 500 富人榜”，成为内地新一届首富；2012 年，当选中国经济年度人物；2016 年，以 320 亿财富排胡润百富榜第 48 位。

表 1：2018 年上半年公司前十大股东

股东名称	期末持股数量（股）	持股比例（%）
三一集团有限公司	2,635,196,620	34.1%
中国证券金融股份有限公司	352,612,805	4.6%
梁稳根	285,840,517	3.7%
香港中央结算有限公司(陆股通)	165,017,376	2.1%
泰康人寿保险有限责任公司-投连-创新动力	111,664,135	1.4%
中央汇金资产管理有限责任公司	83,108,800	1.1%
中国建设银行股份有限公司-银华富裕主题混合型证券投资基金	65,867,479	0.9%
全国社保基金一一二组合	64,085,790	0.8%
全国社保基金四一八组合	59,028,080	0.8%
全国社保基金一一一组合	57,847,500	0.8%

资料来源：2018 年半年报，东莞证券研究所

1.2 研发实力行业一流，引领中国高端制造

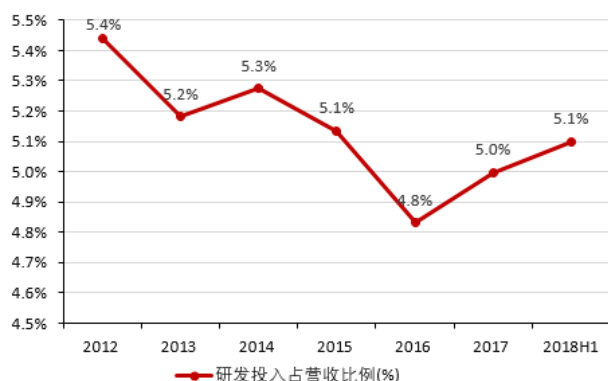
公司研发实力行业一流，目前拥有 2 个国家级企业技术中心、3 个国家级博士后科研工作站、3 个院士专家工作站、4 个省级企业技术中心、1 个国家认可试验检测中心、2 个省级重点实验室、4 个省级工程技术中心、1 个机械行业工程技术研究中心和 1 个省级工业设计中心。

公司先后主持和参与了 72 项国家、行业标准的制、修订工作；2 次荣获中国标准创新贡献奖。先后承担了国家 863 计划项目 10 项，国家重点新产品项目 17 项、国家火炬计划项目 13 项及国家重大技术装备研制项目、国家级企业技术中心创新能力专项、国家重大科技成果转化项目等国家级课题 40 余项。

混凝土泵关键技术研究开发与应用、工程机械技术创新平台、大吨位系列履带式起重机的关键技术与应用三次荣获国家科技进步奖二等奖，混凝土泵车超长臂架技术及应用、速重载工程机械核心液压部件二次荣获国家技术发明二等奖。不断涌现的科技创新成果有力助推了企业的快速发展。

截至 2018 年上半年，公司累计申请专利 7609 项，授权专利 6253 项，申请及授权数居国内行业第一。为进一步提升公司的核心竞争力，加大工程机械产品及核心零部件的研发创新力度，公司不断加大研发资金投入，18 年上半年研发支出高达 14.3 亿元，占营业收入的 5.1%，较去年同期增加 0.8 个百分点。

图3：公司历年研发投入占营收的比例（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图4：公司自主研制的86米长臂架泵车



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

表 2：2017 年公司研发创新成果

产品名称	产品性能
SY395H、SY365BH、SY750H 矿山重载系列挖掘机	SY395H 工作装置及四轮一带强化，整机可靠性大幅提升，油耗和效率达到同吨级产品国际水平；SY750H 挖掘力作业效率达到同吨位最优，油耗、协调性领先行业产品。
SYM5171TPJ30 混凝土喷浆车	最大喷射高度 17.5m，最大喷射宽度 30m，最大喷射能力 30m³/h，适用于中型和大型断面尺寸隧道、廊道和边坡的混凝土喷射支护施工。
SYM5180THBES30C-8 泵车	采用豪华高性能三一底盘及全数字液晶仪表，全系标配发动机功率大（199KW），扭力足（1000Nm），泵送油耗较其他品牌节约 20% 以上，适合农村工况；臂架最大垂直布料高度 30.1 米，可覆盖农村 5 层以内楼房施工需求。
SCC1000 履带起重机	风电吊装全新产品，在起吊重量、起吊高度及灵活性上独具优势，在同吨位不带超起功能的条件下，混合主臂长度世界第一。
SCC3200A 履带起重机	超强的盾构吊装能力（10m 半径载荷能力 217t），全面覆盖市场上盾构机的吊装；最大单件运输重量 45t，满足全球运输标准；其控制系统、操控性能、新型吊装工况均处于领先水平，可拓展至风电检修、火电、城市建设等领域，实现一机多用。
SAC1300S 全地面起重机	臂长 73m，起重性能领先，全地面底盘，场地适应性强，底盘性能指标全面领先，上车应急设计，动力失效时可应急操作，零部件配置及可靠性高。
SSR220AC-8 压路机	采用更大排量的油泵及马达，适用更加恶劣工况，施工效率比机械式高 15%；液压件寿命长，可靠性高；维修保养简单方便，整车无气路，无离合摩擦片，无制动片，操作简单；驾驶室减振效果达良好级，后视野达国际标准 1m×1m。
SAP60C-6 履带摊铺机	针对中小型履带摊铺机市场需求，注重高效、低成本的设计理念，投入市场以来，其摊铺效果已得到客户的普遍认可，提高整个国内摊铺机行业的水平。

资料来源：2017 年年报，东莞证券研究所

公司自主研制的 86 米长臂架泵车、世界第一台全液压平地机、世界第一台三级配混凝土输送泵、世界第一台无泡沥青砂浆车、亚洲首台 1000 吨级全路面起重机、3600 吨级履带起重机、中国首台混合动力挖掘机、全球首款移动成套设备 A8 砂浆大师、全球首款全路面专用风电汽车起重机、消防车全新品种 48 米大跨度举高喷射消防车等一系列标志性产品引领中国高端制造。

1.3 深耕“一带一路”沿线市场，出口数量再创新高

在国家信息中心首次评选的《“一带一路”企业影响力 50 强榜单》中，三一成为唯一上榜的工程机械企业。目前，三一在德国、美国、印度等全球多个国家有 15 个工厂。公司坚决推进国际化、深耕“一带一路”沿线国家市场，总体产业布局 and “一带一路”区域吻合度高达 75% 左右。

在“丝绸之路经济带”上，依托三一西北产业园，形成面向西北、辐射中亚的布局；依托美国、德国等海外产业基地，以及在土耳其、比利时、西班牙、俄罗斯等 13 个国家的制造工厂，整体布局完美契合传统丝绸之路的路径。

在“21 世纪海上丝绸之路”上，沿上海顺流而下，三一先后创建了上海、浙江、珠海等国内装备工厂，依托印度、印尼等海外产业基地，加上正在筹建的三一埃塞俄比亚产业园，基本形成了一条完整的“海上丝绸之路”产业带。

图5：三一长沙产业园的十八号厂房前标语



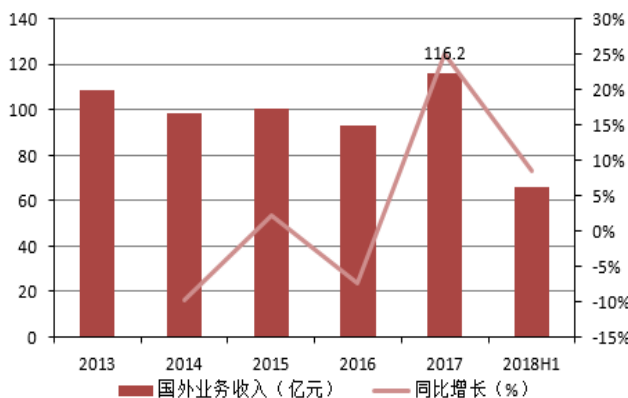
资料来源：中国路面机械网，东莞证券研究所

图6：公司海外布局图



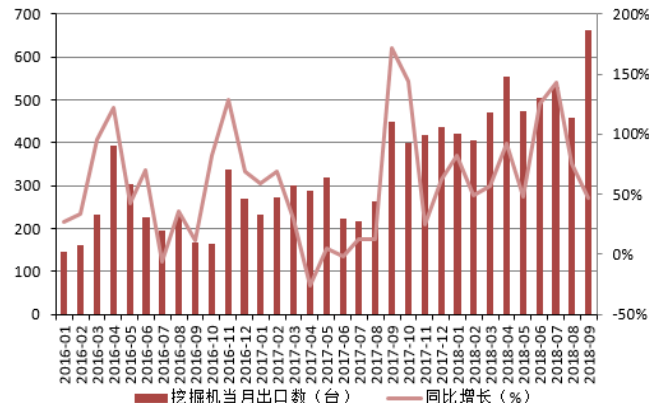
资料来源：中国路面机械网，东莞证券研究所

图7：公司海外业务收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图8：公司挖掘机当月出口数量及增速（台，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

18 年上半年，公司国外营收高达 66.1 亿元，同比增长 8.5%，海外业务毛利率达 25.6%，同比增加 1.2 个百分点，领跑整个行业。国外营收占公司总营收的 23.5%，占比有所下降，主要原因系国内工程机械行业的复苏，挖掘机等产品销量大幅增加。2017 年

以来全球经济回暖，“一带一路”沿线国家对基础设施建设的投入加大，公司全球布局，海外各大区域经营质量持续提升，普茨迈斯特、三一美国、三一印度业绩指标全面增长，三一印度 17 年率先突破 10 亿元销售规模。

18 年 1-9 月，公司挖掘机出口 4477 台，同比增长 74.6%。18 年前三季度国内挖掘机出口共计 13852 台，公司挖掘机出口占比高达 32.3%。9 月份，公司挖掘机出口 663 台，同比增长 47.3%，环比增长 44.4%，创下历史上挖掘机单月出口数量新记录。18 年出口数据靓丽，海外市场需求增加成为公司业绩持续增长的重要一极。

1.4 积极并购全面布局，业务拓展提供新动能

公司近十年来积极开展并购。2012 年，并购混凝土机械全球第一品牌德国普茨迈斯特，改变了行业竞争格局。公司研发创新能力、国际运营管理经验和国际化发展水平得到提升，进一步巩固了“世界最大混凝土机械制造商”的龙头地位。

表 3：近十年来公司重大并购事项

首次披露日	交易标的	交易买方	标的方所在行业	交易总价值(万元)
2017-12-26	中一联合装备部分股权	三一集团，中天引控	机动车零配件与设备	13,000.00
2016-07-27	中成机械 100% 股权	三一汽车制造，三一重工	教育服务	39,309.37
2014-11-08	索特传动 100% 股权；三一快而居 100% 股权	三一重工	工业机械, 农用农业机械	101,214.62
2013-10-01	帕尔菲格 10% 股权	三一重工	建筑机械与重型卡车	90,988.66
2013-07-02	CP Machinery 100% 股权	三一重工	工业机械	33,911.98
2012-07-24	Intermix GmbH 公司 100% 股权	普茨迈斯特有限公司	建筑机械与重型卡车	810.00(万欧元)
2012-01-30	普茨迈斯特 100% 股权	三一德国，中信产业基金(香港)	建筑机械与重型卡车	36,000.00(万欧元)
2011-01-28	昆山新利恒机械有限公司 100% 股权	三一重机	——	11,157.22
2010-06-11	湖南汽车制造有限公司 100% 股权	三一重工	——	22,136.00
2010-06-11	三一汽车制造有限公司 98.24% 股权	三一重工	汽车制造	202,257.00
2008-10-10	三一重机 100% 股权	三一重工	工业机械	198,000.00

资料来源：Wind，东莞证券研究所

业务横向拓展方面：①**军工：**公司全资子公司三一汽车于 2016 年 2 月已取得《武器装备科研生产许可证》，与保利科技防务、中天引控签订《投资合作协议》并根据协议成立合资公司，未来将逐步介入军工领域。

②**消防车：**公司于 2016 年 4 月取得消防车生产资质。基于成熟的混凝土泵车折叠臂架技术及泵送技术，研制出举高消防车，技术水平先进，有望逐步实现进口替代。

③**智能渣土车：**公司顺应智慧城市潮流，打造互联网和智能化产品，研发生产具有

国内领先环保节能水平的智能渣土车，已具备批量生产与销售的能力。我们认为公司新业务与现有工程机械业务协同性强，发展前景广阔，有望为公司提供新的利润增长点。

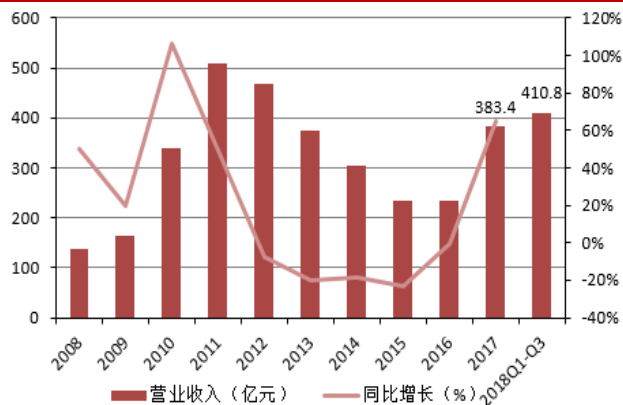
④住宅、PC 设备：2014 年公司斥资收购快而居 100%股权，全新布局住宅产业之路；同年 11 月，三一重工与奥地利 PC 预制件公司内梅切克达成合作，引进其先进的 PC 预制件设计—生产—建造全过程信息化管理软件和系统。2018 年，公司转让三一快而居 60%股权，转让回收资金用于永久补充公司流动资金，有望改善公司现金流状况。

2. 产品线多点开花，18 年业绩屡超预期

2.1 18 年业绩屡超预期，经营质量显著改善

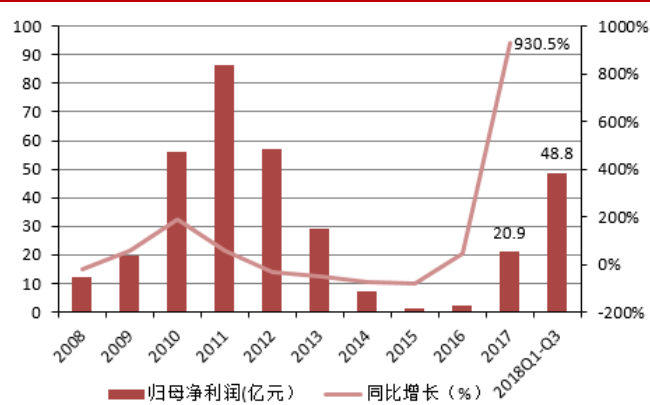
受益于国内基础设施建设、城市管网、农村水利建设等投资增长，同时存量设备更新换代导致需求增加，公司业绩全面向好。18 年前三季度工程机械行业复苏势头迅猛，公司作为行业龙头企业之一，充分受益于行业的强势崛起。自 2011 年后，受宏观经济和行业产能过剩的影响，公司营收和归母净利润历经了连续近 5 年的下滑。得益于房产、基建、“一带一路”出口和更新需求的带动，公司业绩在 16 年底开始好转，17 年公司营收和归母净利润均实现大幅增长，新增订单大幅增加，公司产能基本出清。以挖掘机为首的工程机械市场高景气度贯穿 17 年全年，18 年前三季度市场更加火爆。

图9：公司历年营收及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图10：公司归母净利润及同比增速（亿元，%）



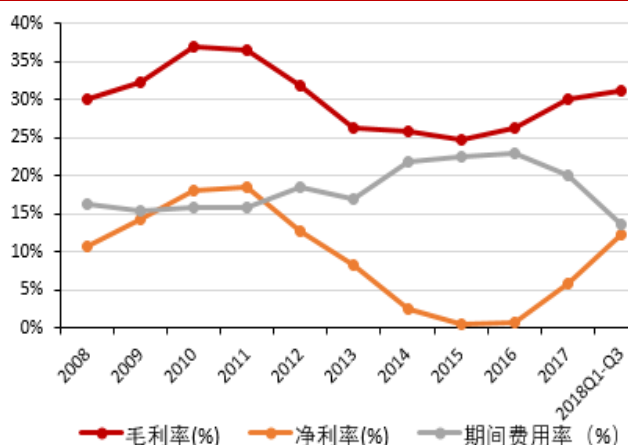
资料来源：Wind，东莞证券研究所

18 年前三季度公司实现营收 410.8 亿元，同比增长 45.9%；实现归母净利润 48.8 亿元，同比增长 170.9%；实现扣非后归母净利润 52.3 亿元，同比增长 238.5%。前三季度行业景气度持续高涨，公司业绩维持高增长。分季度来看，18 年 Q3 公司实现营收 129.53 亿元，同比增长 44.7%；实现归母净利润 14.9 亿元，同比增长 132.3%。三季度公司业绩同比大幅增长，业绩再超市场预期，公司经营质量和经营效率显著提升，资产负债表逐步修复，盈利能力明显改善。18 年挖掘机市场持续火爆，自 5 月份开始，挖掘机月销量达到近年来的最高水平，并呈现出“旺季很旺，淡季不淡”的新特征，挖掘机市场三一市占率逐月提升，带动公司上半年、前三季度业绩接连大超市场预期。公司作为挖掘机行业龙头，伴随行业复苏率先受益。

18 年前三季度，公司毛利率上升至 31.2%，净利率达 12.3%，期间费用率下滑至 13.7%。自 2016 年以来，毛利率逐步攀升，净利率上升幅度更大，期间费用率自 16 年以来大幅下滑，17 年至 18 年上半年公司总体盈利能力大幅提升。未来，随着工程机械行业复苏的持续，公司盈利能力将会进一步提升。

18 年前三季度，公司经营性现金流达 87.3 亿元，2017 年达 85.7 亿元，同比增长 163.6%。17 年和 18 年上半年公司财务报表各项指标均趋于好转，经营质量明显改善，本轮工程机械行业的复苏和公司业绩的腾飞更加注重质量和效益的提升，信贷未出现大幅扩张，风险得到有效控制，市场景气度将更加持续。

图11：公司毛利率、净利率和期间费用率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图12：公司历年经营性现金流及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.2 挖掘机械毛利贡献突出，混凝土机械仍具优势

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、建筑装配式预制结构构件，其中泵车、拖泵、挖掘机、履带起重机、旋挖钻机、路面成套设备等主导产品已成为中国第一品牌，混凝土输送泵车、混凝土输送泵和全液压压路机市场占有率居国内首位，泵车产量居世界首位。

图13：公司部分产品示意图



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

18 年 H1，公司挖掘机械/混凝土机械/起重机械/桩工机械/路面机械分别实现营收

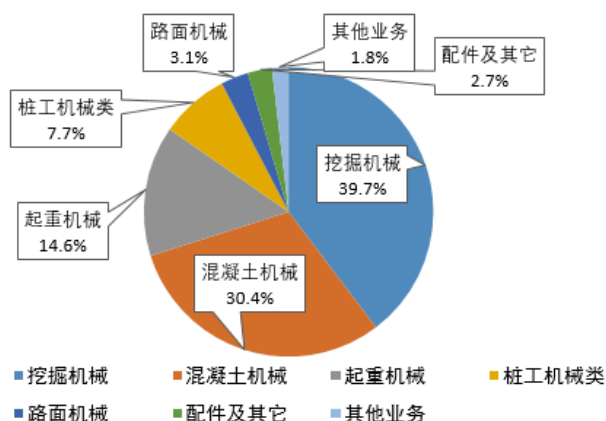
111.6/85.5/41.0/21.7/8.7 亿元，分别同比增长 61.6%/29.4%/78.5%/45.1%/24.3%。各项产品业务收入均实现较大增长，其中挖掘机、起重机增速最快。

18 年上半年，公司挖掘机械业务收入占比 39.7%，超过混凝土机械，位居第一。自 2016 年四季度以来，工程机械行业持续复苏，挖掘机市场空前火爆，公司挖掘机械业务率先受益，18 年 H1 挖掘机械的毛利率高达 40.8%，同比提升 3.8 个百分点，与其他业务相比遥遥领先。

公司混凝土机械占比 32.9%，虽所占比例被挖掘机超越，但仍是公司第二大业务。混凝土机械毛利率达 23.8%，同比提升 1.2 个百分点。起重机械占比 14.6%，位列公司业务前三甲，上半年销售收入实现高增长。桩工机械、路面机械毛利率分别达 36.8%、32.4%，仅次于挖掘机毛利率，盈利能力较强。

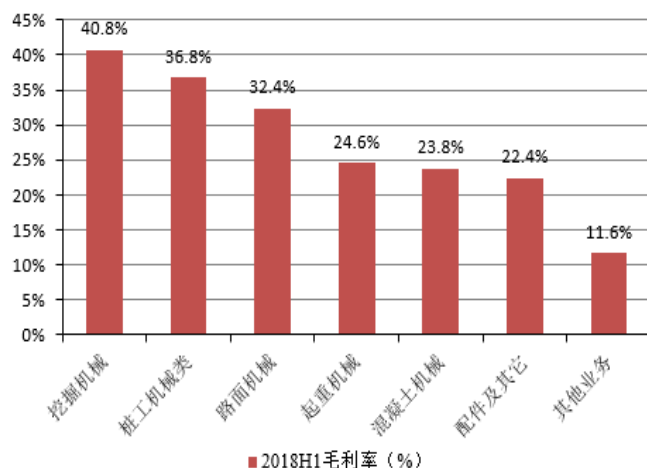
除立足于传统业务外，近年来，公司在一些新领域积极布局，举高消防车、环保智能渣土车、创业孵化器、军工、住宅、重卡等新型业务为公司的业务拓展注入了新动能。

图14：公司2018年H1主营构成



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图15：公司2018年H1各主营业务毛利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.3 主要产品销量领跑行业，市占率稳步提升

根据世界领先的工程机械信息提供商英国 KHL 集团发布的最新《全球工程机械制造商 50 强排行榜》，三一重工排名第 8 位，相比去年提升 3 位，挺近全球工程机械前 10 强。三一不仅是中国工程机械行业的龙头企业之一，在全球范围内也具有较大影响力，2018 年三一全球工程机械市占率达 3.7%。

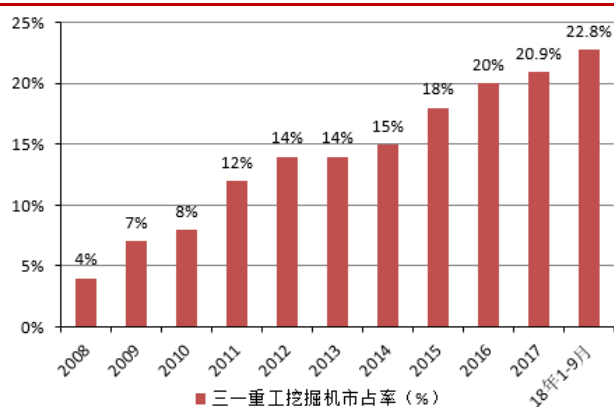
国内工程机械行业自 2016 年底开始复苏，在行业复苏的进程中伴随着市场集中度的提升，三一重工保持龙头优势，率先受益于行业复苏。2018 年 1-9 月三一挖掘机市占率已经攀升至 22.8%，创下历史新高，并连续多年保持挖掘机市占率第一的位置。2018 年，三一挖掘机市占率呈现逐月递增的态势，与此同时，国外挖掘机品牌市占率不断下降，尤其是欧美和日本品牌下降幅度较大。以三一重工为代表的国内工程机械企业市占率稳步提升。

图16：2018年全球工程机械厂商排名

2018	2017/Change	Company	Country	Construction Equipment sales (US\$ million)	Share of total
1	1	Caterpillar	US	26,637	16.4%
2	2	Komatsu	JP	19,244	11.9%
3	3	Hitachi Construction Machinery	JP	8,301	5.1%
4	5	Volvo Construction Equipment	SE	7,810	4.8%
5	4	Liebherr**	DE	7,398	4.6%
6	8	XCMG**	CN	6,984	4.3%
7	6	Doosan Infracore	KR	6,232	3.8%
8	11	Sany**	CN	5,930	3.7%
9	7	John Deere*	US	5,718	3.5%
10	12	JCB**	UK	4,611	2.8%
11	9	Terex	US	4,363	2.7%
12	10	Sandvik Mining and Rock Technology	SE	4,292	2.6%

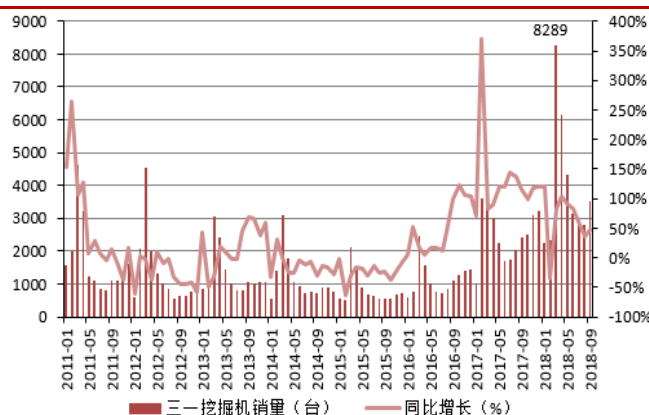
资料来源：英国 KHL 集团，东莞证券研究所

图17：三一挖掘机市占率（%）



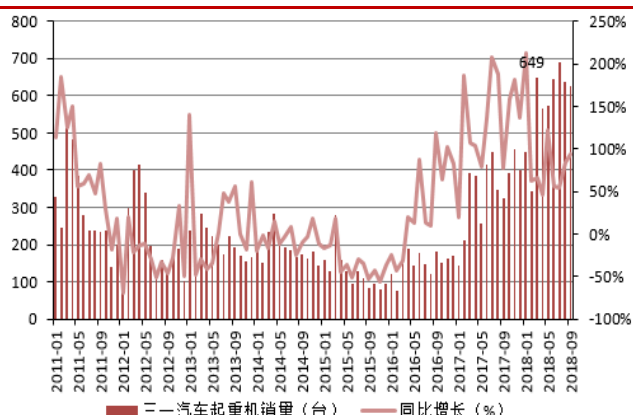
资料来源：工程机械协会，东莞证券研究所

图18：三一挖掘机销量及同比增速（台，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图19：三一汽车起重机销量及同比增速（台，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

2018 年前三季度，三一各项业务产品均处于热销状态，公司订单量大增，产品销量大幅增长。2018 年 1-9 月，三一挖掘机共计销售 35627 台，同比增长 59.5%，前三季度累计增速高出行业平均 6.2 个百分点。其中 9 月份销售 3529 台，同比增长 46.9%，高出行业平均增速 19.2 个百分点。

18 年 1-9 月，三一汽车起重机共计销售 5178 台，同比增长 77.2%，前三季度累计增速高出行业平均 8.5 个百分点。其中 9 月份销售 625 台，同比增长 93.5%，高出行业平均增速 53.1 个百分点。

2018 年，公司挖掘机销量火爆，汽车起重机销量更是屡创新高，特别是在 7、8 月份，在传统的淡季销量依然实现高增长。9 月公司产品销量数据靓丽，18 年“金九银十”初步落实，预计 10 月将会持续高增长。11、12 月是一年当中另一个旺季，预计四季度公司产品销量再创新高，从而带动公司业绩的高增长。

除挖掘机、汽车起重机外，三一混凝土泵车、桩工机械等产品也出现了同样的火爆现象。三一龙头优势明显，在行业复苏的进程中率先修复资产负债表，企业盈利能力大

幅提升。下游客户更倾向于购买龙头企业产品，在行业出现供应紧张的情况下，三一生产质量和生产效率均高于同行。

表 4：2018 年 1-9 月行业和公司挖掘机、汽车起重机销量及增速对比

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月
国内挖机销量（台）	10687	11113	38261	26561	19313	14188	11123	11588	13408
国内挖机销量同比增速（%）	135.0%	-23.5%	78.9%	84.5%	71.4%	58.8%	45.3%	33.0%	27.7%
三一挖机销量（台）	2233	2338	8289	6142	4331	3155	2795	2815	3529
三一挖机销量同比增速（%）	119.6%	-35.3%	83.4%	103.0%	91.6%	83.9%	61.9%	36.7%	46.9%
国内汽车起重机销量（台）	2112	1540	3666	3121	3028	3198	2916	2697	2453
国内汽车起重机销量同比增速（%）	170.4%	21.6%	107.5%	70.3%	77.8%	54.8%	60.6%	60.3%	40.4%
三一汽车起重机销量（台）	450	344	649	566	572	644	690	638	625
三一汽车起重机同比增速（%）	212.5%	62.3%	66.0%	46.6%	122.6%	55.2%	54.0%	84.4%	93.5%

资料来源：工程机械协会，东莞证券研究所

2.4 多元化产品接力更新需求，上演轮动复苏大剧

公司生产工程机械行业全系列产品，包括混凝土机械、挖掘机械、起重机械、桩工机械、筑路机械、建筑装配式预制结构构件等。2016 年底至今工程机械行业持续复苏，旧机换新成为工程机械销量大增的主要原因之一，环保政策的趋严，进一步加速了老旧机械的更新换代。

挖掘机是工程机械行业复苏的先行指标，在建设项目中，挖掘机是率先使用的工程机械，其次是起重机，泵车和塔吊等。挖掘机销售数据回暖后，起重机、泵车等重型工程机械的销量将依次出现增长。

根据施工顺序，起重机、混凝土泵车等工程机械产品有望呈现与挖机相仿的复苏景气度。一般而言，起重机、混凝土泵车作为后周期产品，滞后挖掘机约 3~6 个月。从目前的销量数据看，起重机、混凝土泵车有望延续挖掘机强劲的复苏势头。

一般而言，一台挖掘机的使用寿命在 8 年左右，起重机和混凝土泵车在 10 年左右。2009 年-2011 年大量销售的挖掘机械在 2016 年到 2019 年迎来了更新换代周期，这也直接加速了工程机械行业的复苏。挖掘机销量的大幅增加，对三一业绩增长贡献较大。2017 年，公司挖掘机业务收入首次超过混凝土机械，成为第一大业务产品。

图20：工程机械在建设项目中的进场先后顺序图



数据来源：东莞证券研究所

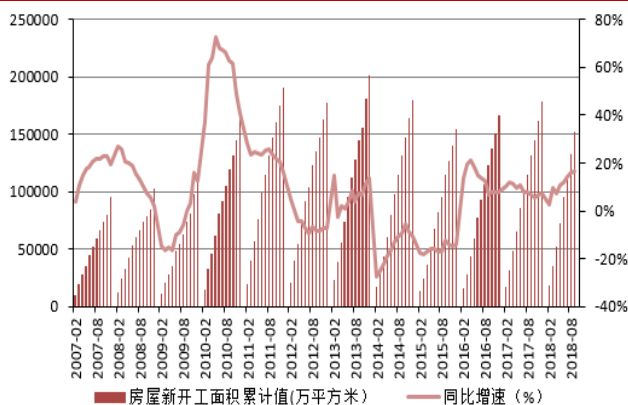
挖掘机的更新需求或将持续至 19 年，起重机和混凝土泵车等产品也或将在 19 年迎来更新换代的高峰期。未来，起重机和泵车将有望接力挖掘机，成为带动工程机械持续复苏的强劲动因。混凝土机械和起重机是三一重工的第二和第三大业务，2018 年上半年两者占比高达 45.0%。各类工程机械产品更新需求的托底作用将会为公司未来几年业绩的持续稳定增长保驾护航。

3. 多方助力工程机械行业复苏，集中度提升龙头受益

3.1 房地产投资趋于平稳，基建投资有望加大

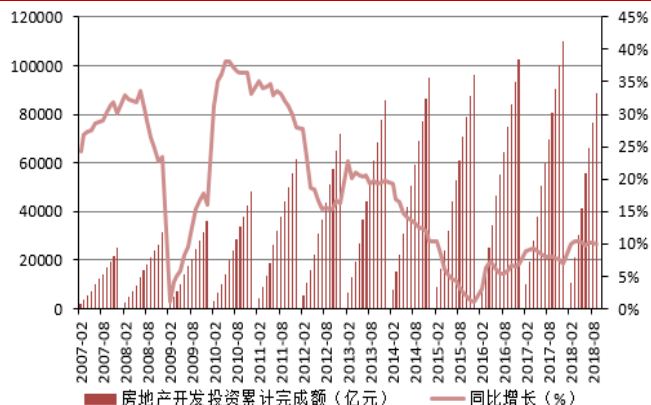
在房地产建设过程中，挖掘机是率先被使用的工程机械，因此挖掘机销量增速与房屋新开工面积增速有较高的相关性。2016 年以来，我国房屋新开工面积开始同比大幅增长，2017 年房屋新开工面积达 17.9 亿平方米，同比增长 7%；2018 年前三季度，房屋新开工面积达 15.3 亿平方米，同比增长 16.4%。2018 年，房屋新开工面积增速总体不断提升，尤其是三季度增速明显加快。2018 年房地产开发投资呈现平稳增长的态势，2018 年前三季度房地产开发投资累计完成额达 8.9 万亿元，同比增长 9.9%，增速趋于平稳。

图21：房屋新开工面积及增速（万平方米，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图22：房产开发投资完成额及增速（亿元，%）

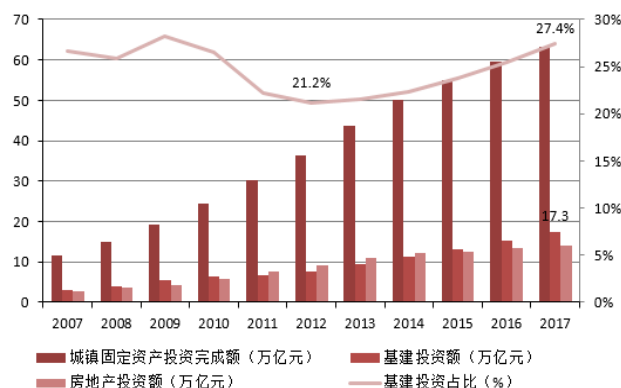


资料来源：Wind，东莞证券研究所

房地产投资的增加带动了 2016 年尤其是三季度工程机械行业的回暖，并使这轮复苏持续到 2017 年。但是，随着房地产政策环境的趋紧，我们预计房地产投资快速增加的情况将难以持续，其对工程机械需求的拉动效应将逐渐趋缓。

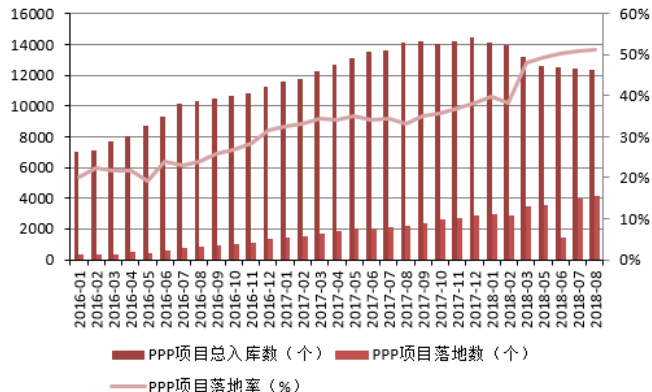
2011 年开始，“四万亿”政策逐步完成后，固定资产投资增速开始下滑，但整体上仍维持在较高水平。在全社会固定资产投资增速下滑的背景下，我国政府推行逆周期的刺激政策，不断加码基础设施建设投资支持力度，自 2012 年开始基建投资完成额占城镇固定资产投资完成额的比重开始不断上升，2017 年基建投资占比已达到 27.4%。受益于轨交、铁路、公路、以及 PPP 项目，2017 年我国基建投资总额达到 17.3 万亿元，同比增长 13.9%。

图23：城镇固定资产投资完成额、基建投资额、房地产投资额、基建投资占比（万亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图24：PPP项目总入库数、落地数及落地率（个，%）

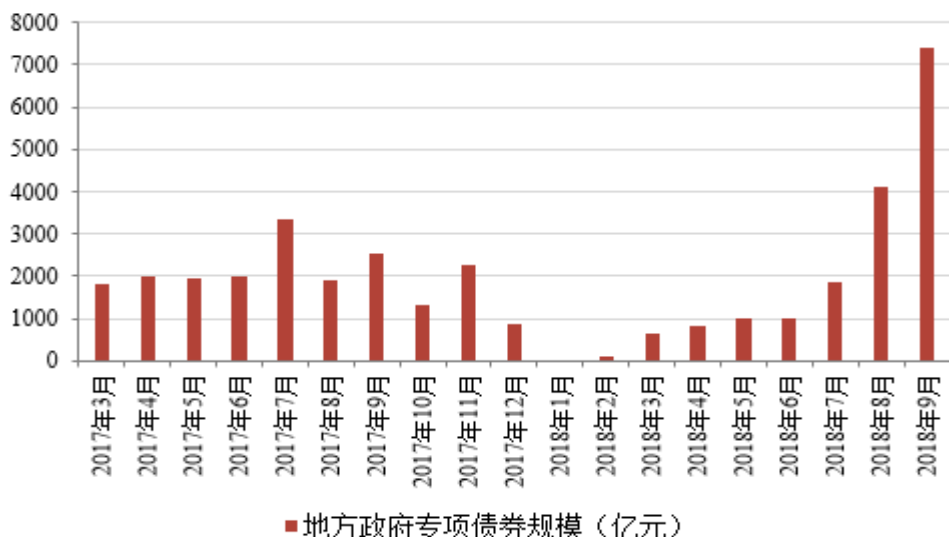


资料来源：Wind，东莞证券研究所

为维持经济增速，以及加大经济结构深入调整，我国政府加大 PPP 项目落地速度，2018 年 8 月，PPP 项目总入库达到 12370 个，虽然总入库数有所下滑，但是 PPP 项目落地率呈不断上升趋势，8 月升至 51.2%。PPP 政策已进一步夯实，PPP 项目入库将减速提质，融资有望逐渐回暖并呈明显分化态势。随着政策面积极向好，PPP 发展正从量变逐渐走向质变。随着 PPP 项目规模的增大和实施，预计我国基建投资在未来两年内仍将维持在较高水平，或将成为工程机械行业发展的重要支撑。

2018 年第三季度我国 GDP 增速 6.5%，宏观经济下行压力较大。我国政府高度重视经济的稳定发展，根据 2018 年 7 月 31 日，中央政治局会议：“把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度”；2018 年 7 月 23 日，国常会：“积极财政政策要更加积极。加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效”；和 2018 年 10 月 31 日，国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见。国家政策导向基建领域，有望带动工程机械行业持续高景气。从 8、9 月地方政府专项债券规模的数据也可以看出政府在基建投资发力的动向。9 月份，地方政府专项债券规模高达 7389 亿元，同比增长 193.6%，环比增长 80.0%。规模及增速均创新高。叠加乡村振兴计划，我们预计四季度基建投资有望加速，加码工程机械持续复苏动力源。

图25：地方政府专项债券规模（亿元）



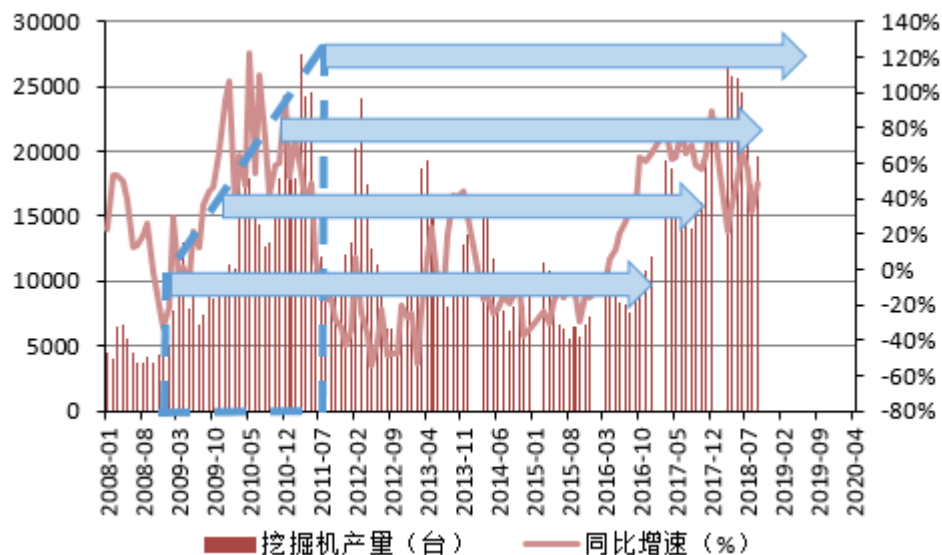
数据来源：Wind，东莞证券研究所

3.2 更新需求持续发力，看好“一带一路”增长极

我们预计，2008-2011 年销售高峰的大量存量设备在 2016-2019 年进入集中替换期。上一个工程机械销售高峰期位于 2008 年 11 月至 2011 年 9 月，工程机械设备的淘汰周期约为 8-10 年，我们预计 2016 年底至 2019 年将进入存量设备更新换代高峰期。

从 2016, 2017 和 2018 年前三季度的实际数据来看，挖掘机产销量均实现大幅增长。2016 年 10 月挖掘机产量 9286 台，同比增长 62.9%，之后以 60.2% 的平均增速增长。2017 年，产量达到 17.2 万台，同比增长 77.2%。2018 年 1-9 月，产量达 16.1 万台，同比增长 42.4%。

图26：挖掘机替换高峰期预测图



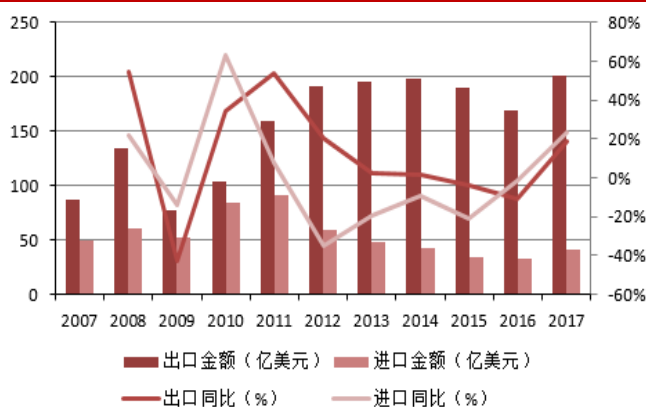
数据来源：Wind，东莞证券研究所

2016 年挖掘机全年销量 7.3 万台，改变了自 2011 年起销量连续下滑的局面。2017 年，销量达到 14 万台，同比增长 91.2%。2018 年 1-9 月挖掘机销量 15.6 万台，同比增长 53.3%。存量设备的更新需求凸显，预计 18 年四季度和 19 年挖掘机产销量将会持续增长，也将带动其他工程机械的更新换代需求。

国Ⅲ标准强制实施，将有力推动工程机械替换潮。根据环保部发布的《关于实施国家第三阶段非道路移动机械用柴油机排气污染物排放标准的公告》，自 2016 年 4 月 1 日起，除农用机械之外，所有制造、进口和销售的非道路移动机械不得装用不符合国Ⅲ标准的柴油机。这将显著提高工程机械行业污染排放控制标准和产品生产成本，加速低水平生产企业的市场退出，有利于行业集中度的提升和过剩产能的淘汰。

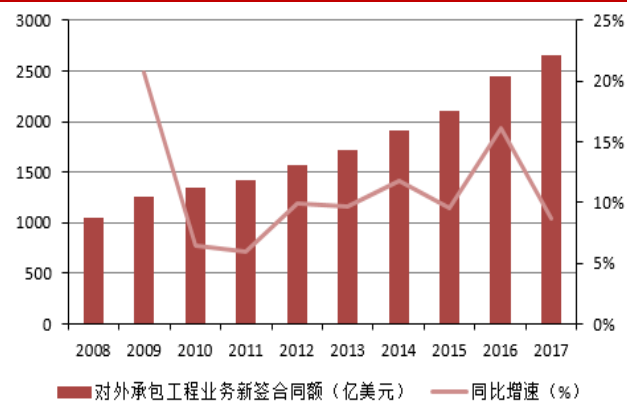
我们认为随着国Ⅲ标准的强制实施，一方面现有国一、国二标准的设备将会加快退出；另一方面分流新机需求的二手机市场将会受到极大的压制。**环保高压下，不符合排放标准的落后机型有望加速出清，基于目前工程机械行业较大的保有量，工程机械更新需求将成为行业增长的主要动力之一。**

图27：工程机械进出口金额及增速（亿美元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图28：对外承包工程新签合同额及增速（亿美元，%）



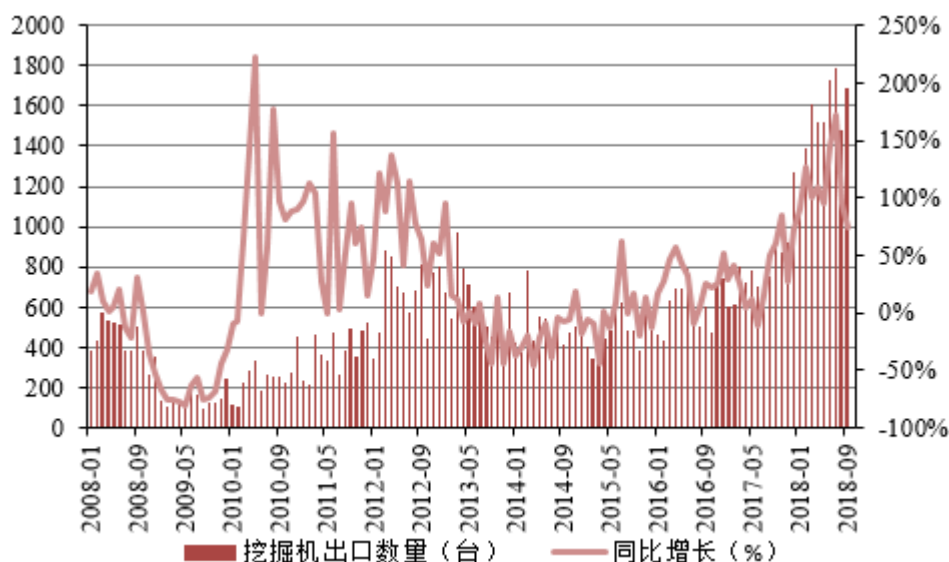
资料来源：Wind，东莞证券研究所

据海关总署数据整理，2017 年我国工程机械进出口贸易额为 241.9 亿美元，同比增长 19.3%。其中进口金额 40.9 亿美元，同比增长 23.2%；出口金额 201.1 亿美元，同比增长 18.5%，贸易顺差 160.2 亿美元，同比扩大 23.8 亿美元。

我国对外承包工程新签合同额逐年增长，2017 年达到 2652.8 亿美元，同比增长 8.7%。2017 年 1~11 月我国与“一带一路”沿线国家新签定对外承包工程项目合同 6201 份，新签合同额 1135.2 亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的 54.1%，同比增长 13.1%。

2018 年 1-9 月挖掘机共计出口 13852 台，同比增长 109.7%。其中 9 月出口 1689 台，同比增长 74.8%。自 17 年下半年以来，我国挖掘机出口数量屡创新高，“一带一路”沿线国家是我国工程机械出口的主要对象，中美贸易战对工程机械出口影响不大。工程机械企业依托“一带一路”积极拓展国际业务，加强在沿线国家的布局收效显著。

图29：工程机械行业挖掘机出口数量及同比增速（台，%）



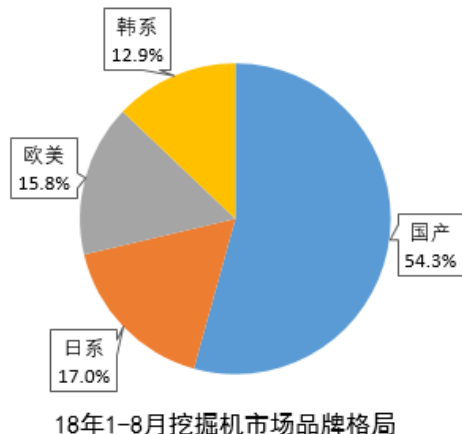
数据来源：Wind，东莞证券研究所

工程机械行业正在国家“走出去”的战略中大步前进。“一带一路”沿线国家和地区已成为中国工程机械出口的主要国家，随着战略的逐步深入，我国工程机械海外销售收入占比进一步提升，预计“一带一路”沿线市场对我国工程机械海外销售收入的贡献占比有望超过 50%，成为助力我国工程机械行业快速增长的强力动因。

3.3 行业集中度不断提升，国产品牌逐步实现进口替代

2018 年前三季度，我国工程机械行业集中度进一步提高，龙头企业优势明显，市场逐渐向规模大、实力强的企业靠拢；且各企业产品之间开始相互渗透，竞争程度有加强的趋势；国际方面，我国部分工程机械企业已经初步具备了成为全球顶级工程机械制造商的核心竞争力，未来随着“一带一路”的推进，我国企业竞争力有望进一步增强。

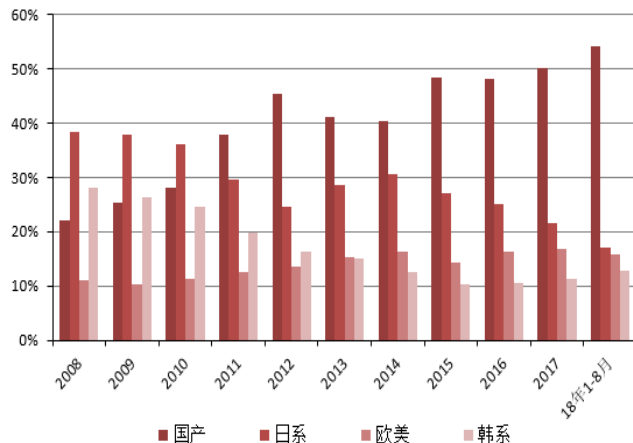
图30：18年1-8月挖机市场海内外品牌占比（%）



18年1-8月挖掘机市场品牌格局

资料来源：挖掘机械分会，东莞证券研究所

图31：挖掘机市场海内外品牌历年占比情况（%）



资料来源：挖掘机械分会，东莞证券研究所

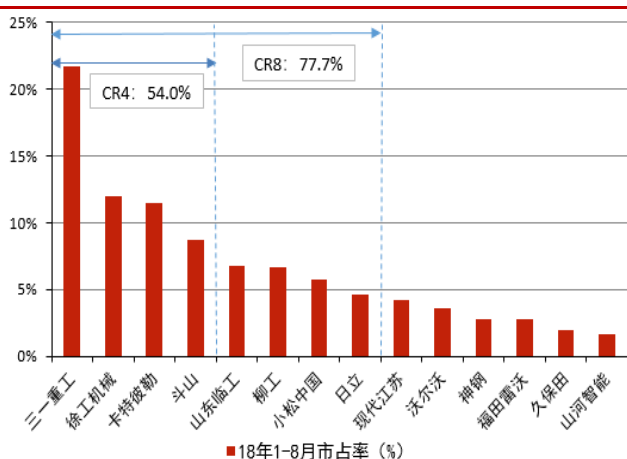
伴随着行业竞争格局的演变，国内挖掘机市场格局发生明显变化，国产品牌已经

成为行业的最重要力量，2018年1-8月国产品牌市场占有率达到54.3%，超过挖掘机市场的半壁江山，并呈现逐月递增的态势。三一重工、徐工机械、山东临工、柳工国内四大主机厂市占率稳中有升，位列前八。日系品牌市占率占17.0%，近年来呈现不断下滑的态势，但仍为挖掘机市场第二大力量。其次为欧美品牌15.8%，韩系品牌12.9%。

2018年1-8月国内挖掘机械市场集中度CR4为54.0%，CR8为77.7%，相比年初的市场集中度大幅上升（年初CR4=51.2%，CR8=76%）。其中，大挖、中挖、小挖CR4市场集中度分别为57.1%、52.3%和54.6%，CR8市场集中度分别为82.0%、78.0%和78.1%。

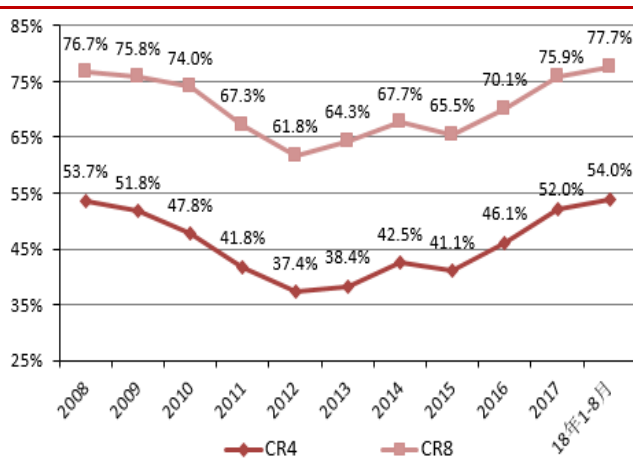
CR4、CR8两项指标均说明国内挖掘机械市场正逐步向着高市场集中度方向演变。2018年1-8月，三一重工挖掘机市占率最高，达到21.7%，其次为徐工机械12.0%，卡特彼勒11.5%，斗山8.7%，山东临工6.8%，柳工6.7%，小松中国5.7%，日立4.6%等。

图32：18年1-8月各企业挖掘机市占率排序（%）



资料来源：挖掘机械分会，东莞证券研究所

图33：挖掘机市场CR4和CR8历年变化情况（%）



资料来源：挖掘机械分会，东莞证券研究所

以挖掘机为代表的国内工程机械企业市占率不断提升。在主要工程机械品种中，我国企业已基本完成了混凝土设备、推土机、压路机、摊铺机等品种的进口替代，目前即使在先前不具备优势的挖掘机方面，国内企业的市场竞争力也在显著加强。

经过前期的扩张和市场兼并，我国工程机械行业内竞争格局持续调整，市场逐渐向规模大、实力强的行业龙头企业靠拢。以挖掘机为例，生产商从2012年行业低谷期的110家下降至2016年的20家。经过了5年多的行业内优胜劣汰，行业龙头市场规模优势显现，集中度不断提升。

近十年国内挖掘机械行业市场集中度呈“V型”变化，在2008年“四万亿”投资的拉动下，大量资本投资挖掘机械市场，主机厂商规模的增加加之“低首付、零首付”等极端信用销售模式的实施，导致市场秩序恶化，市场集中度大幅下滑。2012年后，行业在销量下滑中完成“去产能”和企业转型与兼并重组，市场集中度稳中有升。经过长达5年的深度调整，行业龙头企业不仅完成去库存、资金回笼和资产负债表修复，也为新一次行业的发展积蓄力量。2016年开始的回暖行情中，龙头企业凭借其技术优势、优异的供应链体系、快速的市场反应能力和完善的销售、服务网络迅速占领市场，行业市场集中度大

幅升高。

面对此次挖掘机械市场的回暖，行业基本能够保持理性态度，未出现大范围的产能扩张和不理性竞争现象。此次行业的回暖将是进一步优化行业竞争格局，出清落后产能的良机。

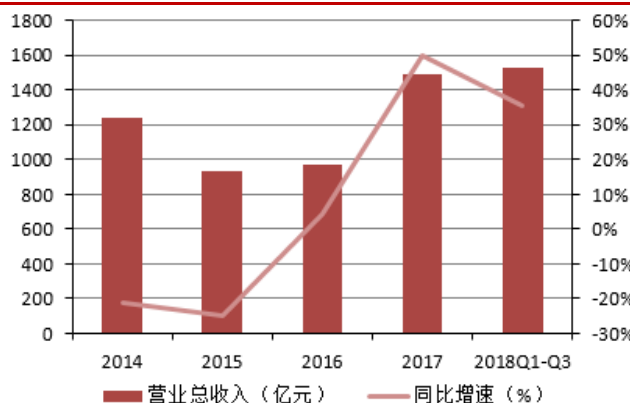
4 行业业绩持续向好，挖掘机市场火爆行情有望延续

4.1 工程机械行业 18 年前三季度业绩分析

我们统计工程机械行业 17 家上市公司，在申万行业分类的基础上，我们加入了零部件厂商恒立液压、艾迪精密和高空作业平台龙头浙江鼎力。

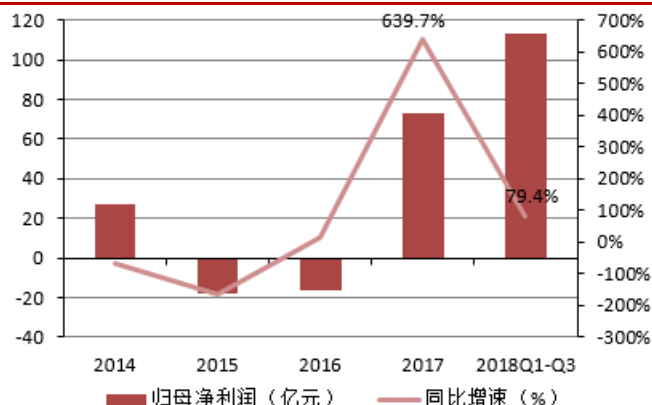
18 年前三季度，工程机械行业实现营收 1525.1 亿元，同比增长 35.5%；实现归母净利润 113.2 亿元，同比增长 79.4%。受益于房地产投资、基建投资、“一带一路”出口和老旧机械更新换代需求的加大，工程机械行业自 2016 年底开始复苏，复苏贯穿整个 2017 年，18 年前三季度复苏势头更加迅猛，行业整体业绩持续向好。

图34：行业历年营收及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图35：行业历年归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

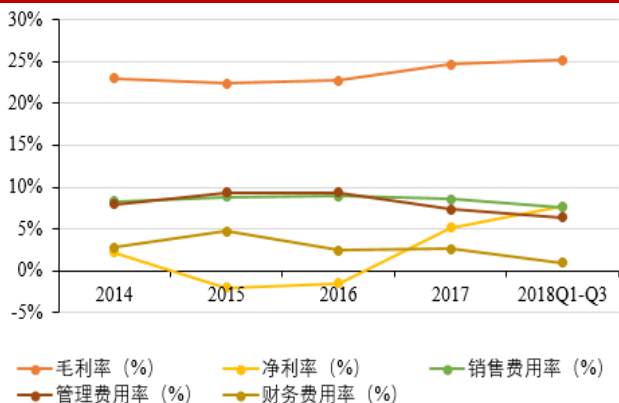
盈利能力方面：18 年前三季度，工程机械行业毛利率达 25.2%，相比 17 年提升 0.6 个百分点；净利率达 7.7%，相比 17 年提升 2.5 个百分点。销售费用率、管理费用率和财务费用率不断下滑，18 年前三季度相比 17 年分别同比下降 0.92、0.94 和 1.7 个百分点。工程机械行业持续复苏，产能进一步释放，企业规模效应凸显，呈现产销两旺的高景气，排单量饱满，有些企业甚至出现供不应求的现象，行业景气度不断高涨。毛利率、净利率进一步提升，费用率不断下降，净资产收益率虽较 17 年下滑，但仍维持近几年的高位。综合来看，工程机械行业前三季度盈利能力大幅改善。

营运能力方面：18 年前三季度，工程机械行业应收账款周转率达 2.0 次，同比提升 0.6 次；存货周转率达 2.6 次，同比提升 0.4 次。应收账款周转率与存货周转率自 17 年以来不断攀升，行业回款能力大幅提升，产能消化加速。本轮复苏，行业内基本能够保持理性态度，未出现大范围的产能扩张和不理性竞争现象。各主机厂资产质量显著提高，

资产负债表明显修复，工程机械行业营运能力大幅增强。

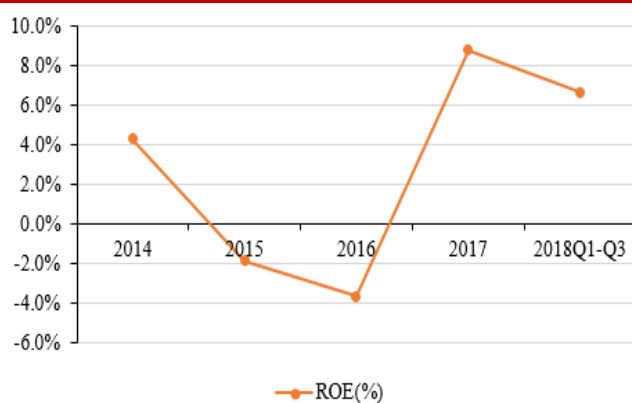
现金流方面：18年前三季度，工程机械行业经营活动现金流量达172.3亿元，同比增长26.4%，连续三年保持高速增长。行业内现金流更加充裕，各企业经营效率显著提升。

图36：行业历年毛利率、净利率和费用率（%）



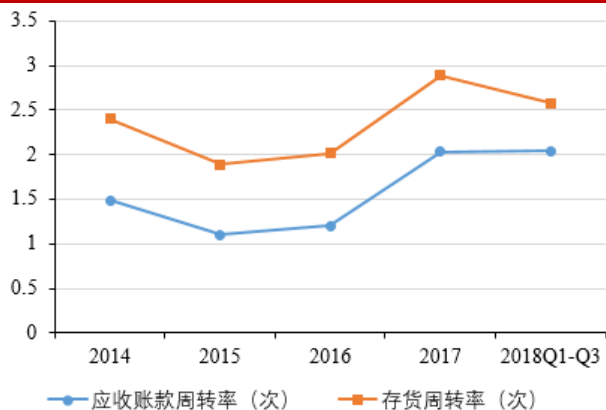
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图37：行业历年净资产收益率（%）



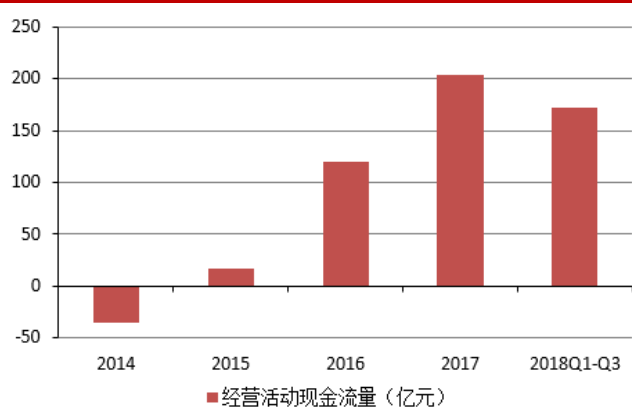
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图38：行业应收账款周转率及存货周转率（次）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图39：行业经营活动现金流量（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

4.2 主要工程机械产品 18 年前三季度销量大增

工程机械包括挖掘机、起重机、混凝土泵车、装载机、叉车、推土机、平地机、掘进机等等。18年以来，主要工程机械产品销量均实现大幅增长。

18年以来，挖掘机销量屡超预期，1-9月挖掘机销量达156242台，同比增长53.3%，其中9月份销售13408台，同比增长27.7%，环比增长15.7%。销量创下同期历史最高记录。18年挖掘机市场持续火爆，景气度不断高涨，带动相关主机厂业绩高增长。

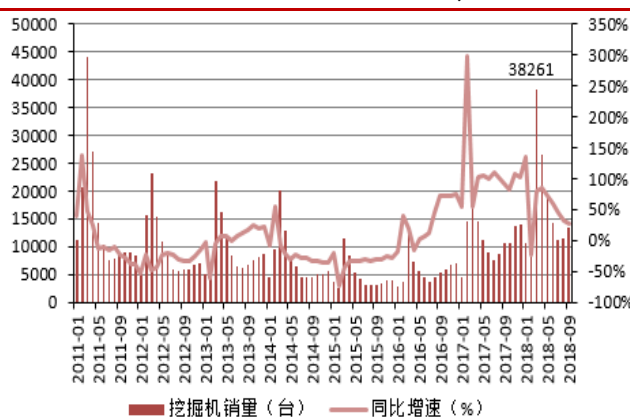
除挖掘机外，汽车起重机、叉车等其他工程机械产品销量也实现了大幅增长。18年1-9月，汽车起重机共计销售24731台，同比增长68.7%；其中9月份销售2453台，同

比增长 40.4%。汽车起重机接力挖掘机复苏势头，销量及增速屡创新高。

18 年前三季度，叉车共计销售 460064 台，同比增长 24.8%；其中 9 月份销售 50781 台，同比增长 11.3%，9 月销量增速下降，除受去年基数较高的缘故外，还受到 18 年三季度下游厂商投资减少，宏观经济下滑的影响。前三季度叉车销量维持高位，达到近年来的最高水平。

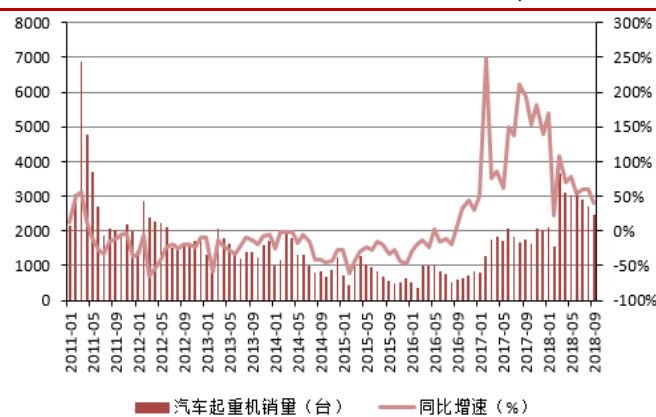
18 年前三季度装载机销量达 82059 台，同比增长 22.6%；其中 9 月份销售 7842 台，同比降低 3.1%。9 月装载机销量同比出现下降，主要受设备开工率下降影响。9 月，装载机出口 1900 多台，占总销量 23.0%，同比增长 11.0%。1-9 月装载机累计出口近 1.8 万台，同比增长 26.5%。我国装载机出口销量持续提升，向“一带一路”沿线国家出口收效显著。

图40：挖掘机月销量及同比增速（台，%）



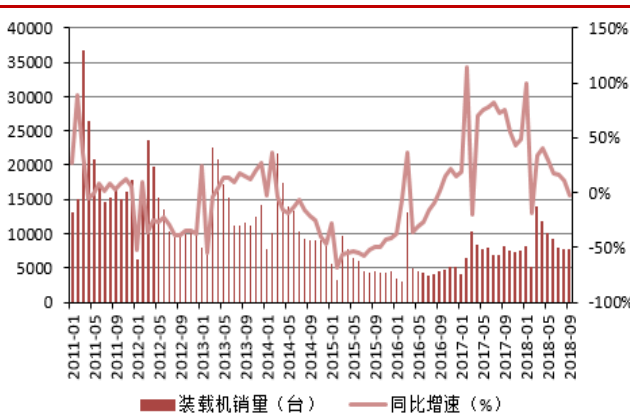
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图41：汽车起重机月销量及同比增速（台，%）



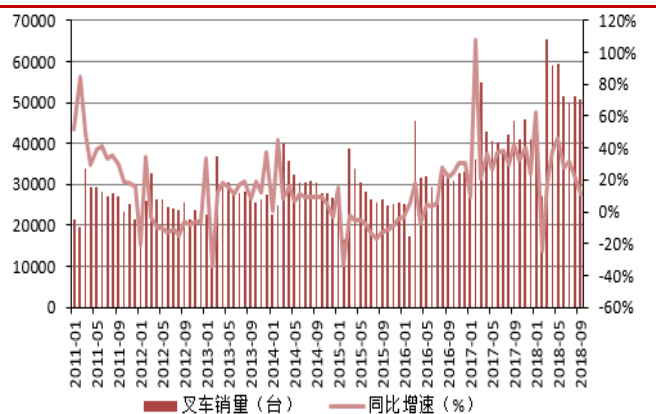
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图42：装载机月销量及同比增速（台，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图43：叉车月销量及同比增速（台，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

4.3 挖掘机市场“旺季很旺、淡季不淡”，四季度新一轮旺季即将到来

工程机械行业历经近 5 年的深度调整之后，自 2016 年底开始复苏，复苏进程贯穿整个 2017 年，2018 年前三季度复苏势头更加强劲。2018 年四季度有望继续保持复苏态势，行业持续高景气。

本轮行业的高景气，与 2011 年有质的区别，11 年受国家“四万亿”投资的刺激，工程机械行业进入发展的顶峰，信贷扩张，产能急剧增加，并导致过剩状态。本轮行业的复苏表现的更加理性，各主机厂盈利能力大增，资产负债表逐步修复，经营质量和经营效率均实现质的飞跃，也没有出现一味扩大产能的现象。行业持续复苏有保障。

表 5：挖掘机市场淡旺季分析表

挖掘机市场淡旺季分析表					
		08-17 年平均值	08-17 年最大值	2018 年	备注
★	1 月	5120	11121	10687	
★★★★	2 月	9570	20570	11113	旺季很旺
★★★★★	3 月	21608	44150	38261	
★★★★★	4 月	14613	27058	26561	
★★★★	5 月	9791	16318	19313	
★★	6 月	7498	11741	14188	
★	7 月	5816	8964	11123	淡季不淡
★	8 月	5941	8846	11588	
★★	9 月	7002	11647	13408	
★★	10 月	7245	12349		静待市场超预期
★★★	11 月	7988	14426		
★★★	12 月	8572	14005		
合计		110764	201195	预计 19.8 万台	

资料来源：东莞证券研究所

挖掘机销量具有较强的季节性因素，我们根据工程机械行业 2008-2017 十年的发展经验，总结出挖掘机市场的淡旺季分析表，可以发现以下三个现象：

（1）每年的 3、4 月是开工旺季，挖掘机市场也会迎来销量最高的季节，7、8 月是最淡的季节。

（2）2018 年以来，每月的挖掘机销量均超过前十年同期挖掘机销量的平均值；自 18 年 5 月以来，每月的挖掘机销量不仅超过前十年同期的平均值，而且超过其最大值。尤其是 7、8 月的淡季依然实现高增长，2018 年挖掘机市场呈现出一种“旺季很旺，淡季不淡”的新特征。

（3）9 月挖掘机销量同比和环比均实现高增长，“金九银十”逐步落实，10 月有望再创新高，11、12 月是新一轮旺季，有望迎来挖掘机销量的另一个高峰，挖掘机市场的向好将会带动主机厂业绩的持续高增长。

根据工程机械行业过去十年的发展经验，挖掘机前三季度的销量占全年销量的比重在 72.4%-85.2%之间，18 年前三季度挖掘机销量 156242 台，由此预测 18 年全年挖机销量在 18.3-21.6 万台之间，我们取十年间前三季度挖掘机销量占比的平均数 78.8%来测算，预计 2018 年全年挖掘机销量有望达到 19.8 万台左右，预计同比增长 41.3%左右。

5 投资建议

公司是我国工程机械行业龙头企业，率先受益于行业的复苏，18 年业绩屡超市场预期。公司主营产品包括混凝土机械、挖掘机械、起重机械、桩工机械和筑路机械等。其中混凝土机械、挖掘机械、100 吨级以上的汽车起重机、50 吨级以上履带起重机等产品市场占有率居于行业第一。公司深耕“一带一路”沿线国家市场，总体产业布局和“一带一路”区域吻合度高达 75% 左右。18 年 1-9 月，公司挖掘机出口 4477 台，同比增长 74.6%，出口占比高达 32.3%。伴随着行业景气度的不断提升，公司修复资产负债表，各项财务指标明显改善。

2018 年前三季度三一挖掘机销量大增，市占率逐月提升，攀升至 22.8%，创下历史新高，并连续多年保持挖掘机市占率第一的位置。挖掘机营收占比超过混凝土泵车，提高至 39.7%，成为公司第一大业务。未来，起重机和混凝土泵车的更新需求将有望接力挖掘机，成为带动工程机械持续复苏的强劲动因。混凝土机械和起重机是公司的第二和第三大业务，18 年上半年两者占比高达 45.0%。各类工程机械产品更新需求的托底作用将会为公司未来几年业绩的持续稳定增长保驾护航。我们根据工程机械行业 2008-2017 十年的发展经验，总结出挖掘机市场的淡旺季分析表，11、12 月是新一轮旺季，有望迎来挖掘机销量的另一个高峰，挖掘机市场的向好将会带动三一业绩的持续高增长。我们预计 2018 年全年挖掘机销量有望达到 19.8 万台左右，预计同比增长 41.3% 左右。公司挖机销量增速高于行业增速，龙头优势凸显。

公司上半年和前三季度业绩均实现超预期增长，我们预计公司 18/19 年的每股收益分别为 0.82/0.98 元，当前股价对应 PE 分别为 9.97/8.32 倍，给予公司“推荐”评级。

6 风险提示

- （1）宏观经济下滑风险；
- （2）行业景气度下降风险；
- （3）海外贸易环境恶化风险；
- （4）订单减少，业绩不及预期风险。

表 6：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E
营业总收入	23,280	38,335	54,627	62,822
营业总成本	23,703	35,959	46,515	53,179
营业成本	17179	26806	37693	43033
营业税金及附加	220	279	311	358
销售费用	2359	3832	4643	5340
管理费用	2121	2533	1710	1966
研发费用	-	-	1065	1225
财务费用	875	1319	273	314
其他经营收益	1618	499	156	206
公允价值变动净收益	(563)	403	(350)	0
投资净收益	2181	(19)	300	0
其他收益	0	134	200	200
营业利润	1196	2876	8269	9850
加 营业外收入	438	98	100	100
减 营业外支出	1570	106	366	366
利润总额	63	2869	8003	9584
减 所得税	(101)	642	1400	1677
净利润	164	2227	6602	7906
减 少数股东损益	(40)	135	238	285
归母公司所有者的净利润	203	2092	6364	7622
基本每股收益(元)	0.03	0.27	0.82	0.98
PE	311.85	30.33	9.97	8.32

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn