

谨慎推荐（维持）

## 工程机械行业专题报告

风险评级：中风险

工程机械 2018 年完美收官，2019 年复苏动力依然充足

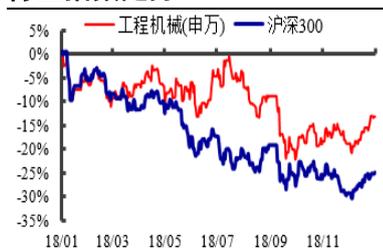
2019 年 1 月 30 日

### 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

### 行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

■ **总结：2018年工程机械市场行情火爆，需求持续高涨。**工程机械行业自2016年底复苏以来，行业景气度持续高涨。2018年，以挖掘机为代表的主要工程机械产品产销量持续超预期，工程机械行业强势复苏，挖掘机市场行情尤其火爆。2018年，挖掘机共计销售20.3万台，超过2011年19.4万台的极值，刷新历史记录，市场呈现出一种“旺季很旺、淡季不淡”的新特征。2018年挖掘机市场国产品牌市占率达到56.2%，同比提升6.0个百分点，并且国产市占率呈现逐月递增的态势。2018年，国内挖掘机市场集中度CR4为55.5%，CR8为78.3%，相比2017年分别提升4.3、2.3个百分点，国内挖掘机市场正逐步向着高市场集中度方向演变。工程机械行业主要企业2018年业绩均实现了翻倍式增长，业绩屡超预期，盈利能力大幅提升，财务报表明显修复。

■ **复盘：多方助力行业复苏，周期上行趋势延续。**1) 2018年房地产投资需求强势助力，房屋新开工面积增速总体呈现不断提升的趋势，尤其是三季度以来增速明显加快，房地产开发投资呈现平稳增长的态势。2) 2018年以来基建投资增速大幅低于市场预期，但PPP项目落地率呈不断上升趋势，助力工程机械增量需求。3) 2018年挖掘机迎来更新换代的高峰期，叠加环保政策的趋严，国三标准强制实施，有力推动了工程机械替换潮。4) 2018年挖掘机出口1.9万台，同比增长97.5%。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。

■ **展望：2019年行业复苏进入下半场，景气周期有望拉长。**本轮行业复苏与2011年有质的区别，各大主机厂基本上能够保持理性，并未出现大规模的产能扩张和不理性竞争现象；行业内主要企业盈利能力不断增强，财务报表逐步修复。预计2019年基建投资有望加大，多产品接力更新需求，下游房地产投资将趋于平稳，“一带一路”出口或将持续向好。我们预计工程机械行业景气度有望延续，2019年工程机械行业持续复苏动力充足，预计2019年工程机械行业复苏将进入下半场。

■ **投资建议：**工程机械行业复苏进程中伴随着集中度的不断提升，龙头企业在此轮复苏中将更具有优势。建议关注行业龙头三一重工、液压件龙头恒立液压、高空作业平台龙头浙江鼎力。

■ **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；业绩不及预期。

### 重点公司盈利预测及投资评级（2019/1/29）

| 股票名称 | 股价<br>(元) | EPS (元) |       |       | PE    |       |       | 评级   |
|------|-----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|      |           | 2017A   | 2018E | 2019E | 2017A | 2018E | 2019E |      |
| 三一重工 | 9.14      | 0.27    | 0.82  | 0.98  | 33.85 | 11.15 | 9.33  | 谨慎推荐 |
| 恒立液压 | 23.97     | 0.61    | 1.04  | 1.24  | 39.30 | 23.05 | 19.33 | 谨慎推荐 |
| 浙江鼎力 | 64.68     | 1.6     | 1.95  | 2.55  | 40.43 | 33.17 | 25.36 | 谨慎推荐 |

资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 总结：2018 年工程机械市场行情火爆，需求持续高涨.....          | 4  |
| 1.1 挖掘机市场旺季很旺、淡季不淡，2018 年挖掘机销量突破 20 万台..... | 4  |
| 1.2 其他工程机械产品销量同向上升.....                     | 5  |
| 1.3 市场集中度逐月提升，国产替代不断加速.....                 | 6  |
| 1.4 财务报表逐步修复，盈利能力大幅提升.....                  | 8  |
| 2. 复盘：多方助力行业复苏，周期上行趋势延续.....                | 10 |
| 2.1 房地产投资需求 2018 年强势助力.....                 | 10 |
| 2.2 基建投资增速 2018 年大幅下滑，PPP 项目助力增量需求.....     | 11 |
| 2.3 更新需求持续发力，环保政策趋严助力旧机换新.....              | 11 |
| 2.4 巧借“一带一路”东风，工程机械远航海外.....                | 12 |
| 3. 展望：2019 年行业复苏进入下半场，景气周期有望拉长.....         | 13 |
| 3.1 基建投资有望加大，起重机、泵车更新需求发力.....              | 13 |
| 3.2 预计 2019 年挖掘机销量仍维持高位，但增速或将放缓.....        | 14 |
| 4. 投资建议.....                                | 15 |
| 5. 重点个股推荐.....                              | 16 |
| 6. 风险提示.....                                | 17 |

## 插图目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1：中国挖掘机历年销量及同比增速（万台，%）.....      | 4  |
| 图 2：汽车起重机月度销量及同比增速（台，%）.....       | 6  |
| 图 3：叉车月度销量及同比增速（台，%）.....          | 6  |
| 图 4：装载机月度销量及同比增速（台，%）.....         | 6  |
| 图 5：推土机月度销量及同比增速（台，%）.....         | 6  |
| 图 6：2018 年挖掘机市场海内外品牌占比（%）.....     | 7  |
| 图 7：挖掘机市场海内外品牌历年占比情况（%）.....       | 7  |
| 图 8：2018 年各企业挖掘机市占率排序（%）.....      | 7  |
| 图 9：挖掘机市场 CR4 和 CR8 历年变化情况（%）..... | 7  |
| 图 10：行业历年营收及同比增速（亿元，%）.....        | 8  |
| 图 11：行业历年归母净利润及增速（亿元，%）.....       | 8  |
| 图 12：行业历年毛利率、净利率和费用率（%）.....       | 9  |
| 图 13：行业历年净资产收益率（%）.....            | 9  |
| 图 14：行业应收账款周转率及存货周转率（次）.....       | 10 |
| 图 15：行业经营活动现金流量（亿元）.....           | 10 |
| 图 16：房屋新开工面积及增速（万平方米，%）.....       | 10 |
| 图 17：房产开发投资完成额及增速（亿元，%）.....       | 10 |
| 图 18：PPP 项目总入库数、落地数及落地率（个，%）.....  | 11 |
| 图 19：基建（不含电力）投资增速（%）.....          | 11 |
| 图 20：挖掘机替换高峰期预测图.....              | 12 |
| 图 21：工程机械行业挖掘机出口数量及同比增速（台，%）.....  | 13 |

---

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 22：汽车起重机替换高峰期预测图 .....       | 14 |
| 图 23：中国挖掘机月度销量及同比增速（台，%） ..... | 15 |

## 表格目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 表 1：挖掘机市场淡旺季分析表 .....                 | 5  |
| 表 2：工程机械企业已披露 2018 年业绩预告汇总 .....      | 9  |
| 表 3：2018 年 7 月以来国家关于基建投资领域的会议内容 ..... | 13 |
| 表 4：重点公司盈利预测及投资评级（2019/1/30） .....    | 16 |

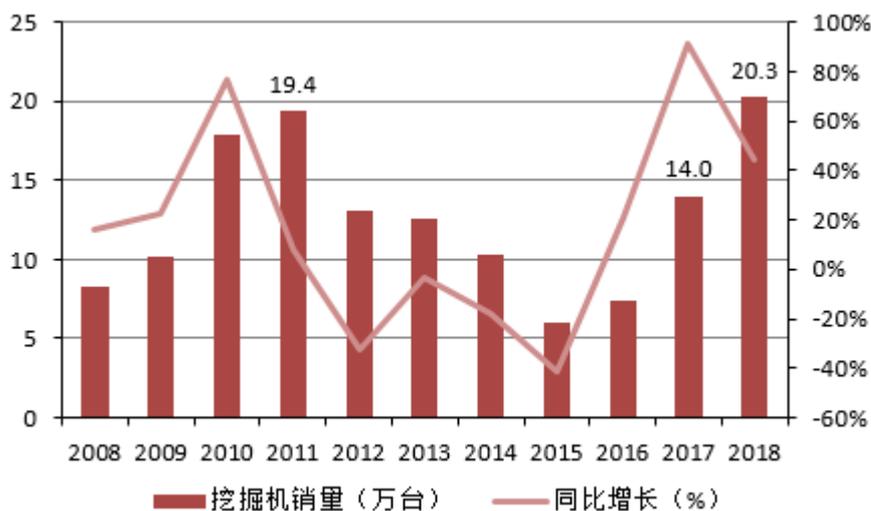
## 1. 总结：2018 年工程机械市场行情火爆，需求持续高涨

### 1.1 挖掘机市场旺季很旺、淡季不淡，2018 年挖掘机销量突破 20 万台

工程机械行业自 2016 年底复苏以来，行业景气度持续高涨。2018 年，以挖掘机为代表的主要工程机械产品产销量持续超预期，工程机械行业强势复苏，挖掘机市场行情尤其火爆。

工程机械行业上一轮高增长可以追溯至 2008 年政府“四万亿”的投资刺激，以挖掘机为例，国内挖掘机年销量一度攀升至逾 19.4 万台。2012 年，行业需求急速下滑，并随之进入连续 5 年的深度调整期，至 2015 年挖掘机全年销量跌至 6.1 万台，仅约为高峰期的 30%。2016 年四季度以来，行业筑底回暖趋势确定，挖掘机月销量屡超预期。2017 年，挖掘机实现销量 14.0 万台，同比增长 91.2%。2018 年，挖掘机共计销售 20.3 万台，超过 2011 年 19.4 万台的极值，刷新历史记录，市场呈现出一种“旺季很旺、淡季不淡”的新特征。

图1：中国挖掘机历年销量及同比增速（万台，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

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 年复苏势头更加强劲。2019 年有望继续保持复苏态势，行业景气周期有望延长。

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。

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，可以发现以下现象：

表 1: 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      | 15274  |      |
| ★★★         | 11 月 | 7988       | 14426      | 15877  |      |
| ★★★         | 12 月 | 8572       | 14005      | 16027  |      |
| 合计          |      | 110764     | 201195     | 203420 |      |

资料来源：挖掘机分会，东莞证券研究所

(1) 每年的 2 月~5 月是开工旺季，挖掘机市场也会迎来销量最高的季节，1 月、7 月、8 月是最淡的季节，在此期间，挖掘机销量数据相对低迷。2018 年 3 月，挖掘机销售 3.8 万台，占全年的比重高达 18.8%。

(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 2018 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、10 月挖掘机销量同比和环比均实现高增长，2018 年挖掘机市场“金九银十”行情火爆。11 月、12 月迎来挖掘机新一轮的销售高峰，鉴于 17 年的高基数，挖掘机销量增速有所放缓。

## 1.2 其他工程机械产品销量同向上升

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。2018 年以来，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。

2018 年，汽车起重机共计销售 32318 台，同比增长 58.5%；其中 12 月份销售 2583 台，同比增长 27.7%。汽车起重机销售复苏态势明显，2019 年有望接力挖掘机复苏势头，产品销量有望再创新高。

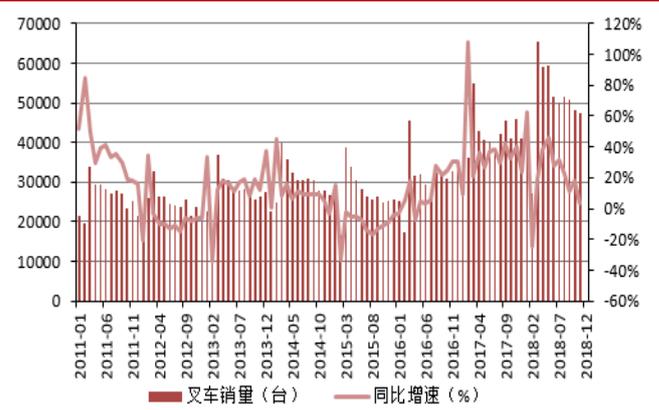
2018 年 1-11 月，叉车共计销售 555745 台，同比增长 21.9%；其中 11 月份销售 47462 台，同比增长 3.2%，11 月销量增速下降，除受去年基数较高的缘故外，还受到 2018 年三季度以来下游厂商投资减少，宏观经济下滑的影响。2018 年，叉车销量维持高位，达到近年来的最高水平。

图2：汽车起重机月度销量及同比增速（台，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图3：叉车月度销量及同比增速（台，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图4：装载机月度销量及同比增速（台，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图5：推土机月度销量及同比增速（台，%）



资料来源：Choice，东莞证券研究所

2018年，装载机销量达108021台，同比增长20.8%；其中12月份销售9074台，同比增长18.7%；2018年四季度以来，装载机销量增速再次加快。2018年装载机累计出口21766台，同比增长19.1%。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。

2018年，推土机销量达5300台，同比增长30.5%；其中12月份销售491台，同比增长141.9%。推土机自2016年底销量增速大幅提升，2018年推土机全年销量依然维持高位。

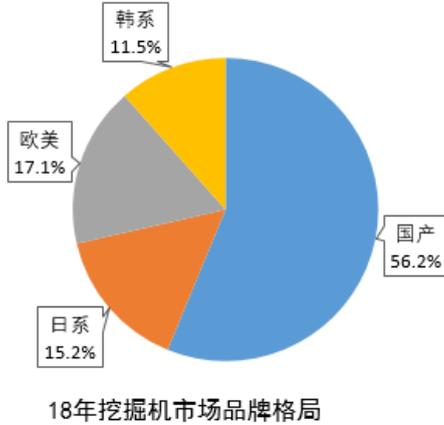
### 1.3 市场集中度逐月提升，国产替代不断加速

2018年，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。

伴随着行业竞争格局的演变，国内挖掘机械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年国产品牌市场占有率达到56.2%，同比提升6.0个百分点。

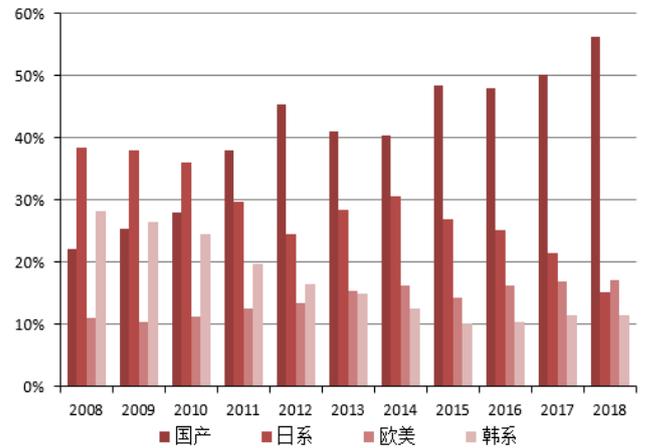
点，并且国产市占率呈现逐月递增的态势。三一重工、徐工机械、山东临工、柳工国内四大主机厂市占率稳中有升，位列前八。日系品牌市占率占 15.2%，近年来呈现不断下滑的态势。欧美品牌占 17.1%，韩系品牌占 11.5%。

图6：2018年挖掘机市场海内外品牌占比（%）



资料来源：挖掘机械分会，东莞证券研究所

图7：挖掘机市场海内外品牌历年占比情况（%）

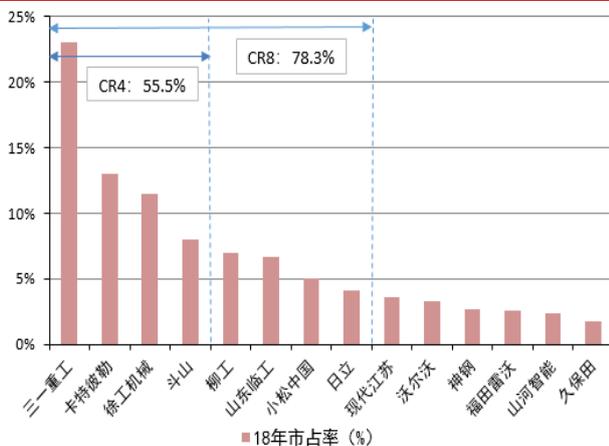


资料来源：挖掘机械分会，东莞证券研究所

2018年，国内挖掘机市场集中度CR4为55.5%，CR8为78.3%，相比2017年的市场集中度大幅上升（2017年CR4=51.2%，CR8=76.0%）。CR4、CR8两项指标均说明国内挖掘机市场正逐步向着高市场集中度方向演变。

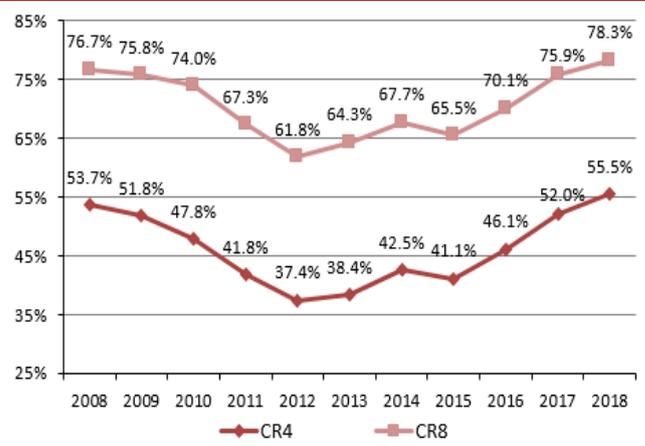
2018年，三一重工挖掘机市占率最高，达到23.1%，其次为卡特彼勒13.0%，徐工机械11.5%，斗山8.0%，柳工7.0%，山东临工6.6%等。国产品牌三一、徐工、柳工、山东临工市占率呈现逐月提升的态势。国内挖掘机市场上，三一重工已连续八年蝉联销量冠军。

图8：2018年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9：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

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。

#### 1.4 财务报表逐步修复，盈利能力大幅提升

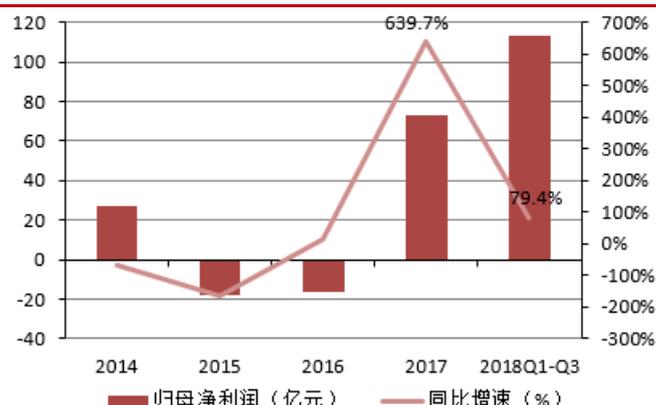
2018年前三季度，工程机械行业实现营收1525.1亿元，同比增长35.5%；实现归母净利润113.2亿元，同比增长79.4%。受益于房地产投资、基建投资、“一带一路”出口和老旧机械更新换代需求的加大，工程机械行业自2016年底开始复苏，复苏贯穿整个2017年，2018年复苏势头更加迅猛，行业整体业绩持续向好。

图10：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11：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

截至1月28日，已有6家工程机械企业公布了2018年业绩预告，主要企业业绩均实现了翻倍式增长。2018年，三一重工预计实现归母净利润59.0亿元~63.2亿元，预计同比增长182%~202%。工程机械行业各大主机厂业绩屡超预期，盈利能力大幅提升，财务报表明显修复。

表 2：工程机械企业已披露 2018 年业绩预告汇总

| 股票代码   | 股票名称 | 业绩预告日期     | 业绩预告摘要  |
|--------|------|------------|---|
| 000425 | 徐工机械 | 2019-01-28 | 预计实现归母净利润 19.5 亿元~21.5 亿元，预计同比增长 91.0%-110.6% |
| 000528 | 柳工   | 2019-01-26 | 预计实现归母净利润 7.5 亿元~9.0 亿元，预计同比增长 116.1%~159.4%  |
| 600031 | 三一重工 | 2019-01-26 | 预计实现归母净利润 59.0 亿元~63.2 亿元，预计同比增长 182%~202%    |
| 600984 | 建设机械 | 2019-01-26 | 预计实现归母净利润 1.5 亿元左右，预计同比增长 556.8%左右            |
| 603338 | 浙江鼎力 | 2019-01-18 | 预计实现归母净利润 5.0 亿元左右，预计同比增长 77.0%左右             |
| 002097 | 山河智能 | 2018-10-23 | 预计实现归母净利润 4.6 亿元~5.4 亿元，预计同比增长 185.0%~235.0%  |

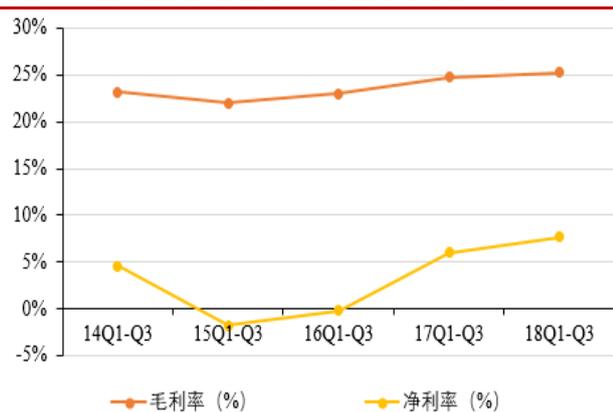
资料来源：Wind，东莞证券研究所

**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、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 0.9、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。

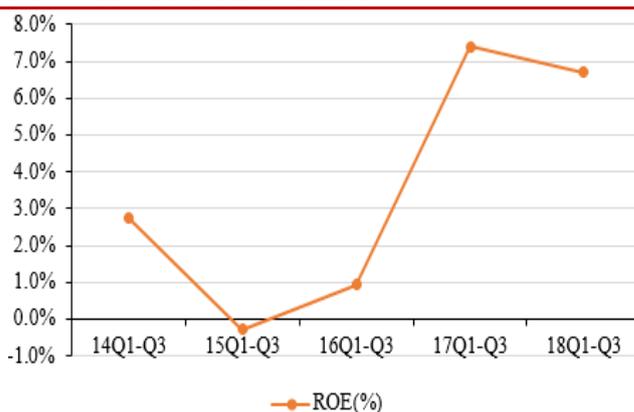
**现金流方面：**18 年前三季度，工程机械行业经营活动现金流量达 172.3 亿元，同比增长 26.4%，连续三年保持高速增长。行业内现金流更加充裕，企业经营效率显著提升。

图12：行业历年毛利率、净利率和费用率（%）



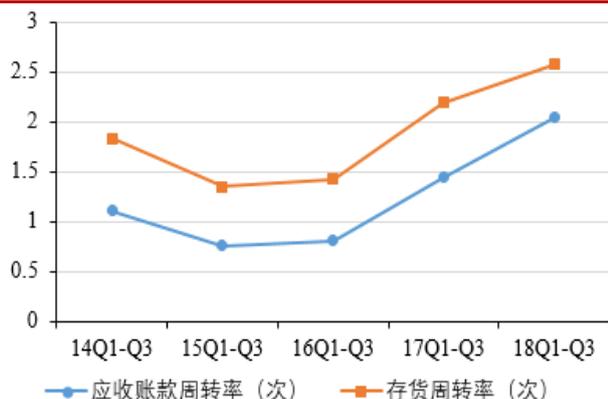
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图13：行业历年净资产收益率（%）



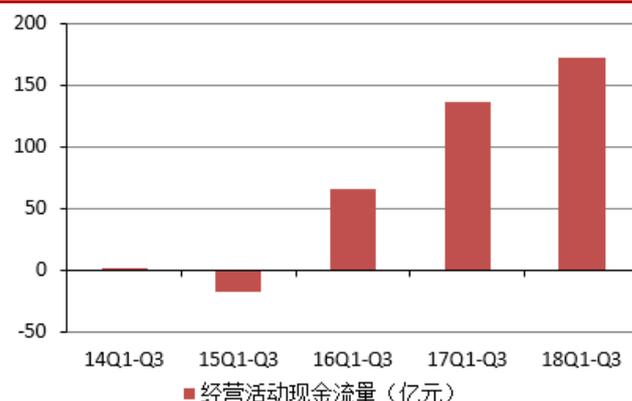
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图14：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15：行业经营活动现金流量（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 2. 复盘：多方助力行业复苏，周期上行趋势延续

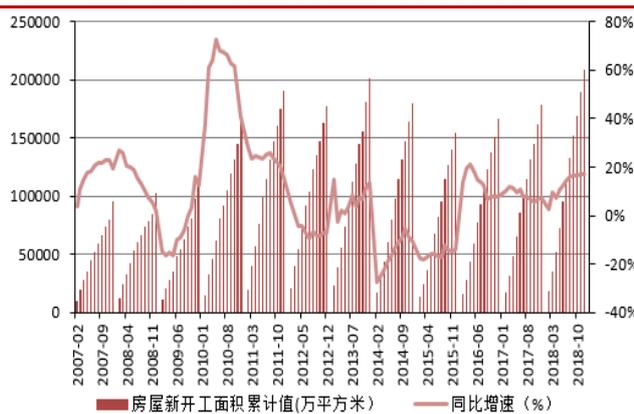
### 2.1 房地产投资需求 2018 年强势助力

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。2018 年，房屋新开工面积增速总体呈现不断提升的趋势，尤其是三季度以来增速明显加快，全年房屋新开工面积达 20.9 亿平方米，同比增长 17.2%。

2018 年，房地产开发投资呈现平稳增长的态势，全年房地产开发投资累计完成额达到 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速趋于平稳。

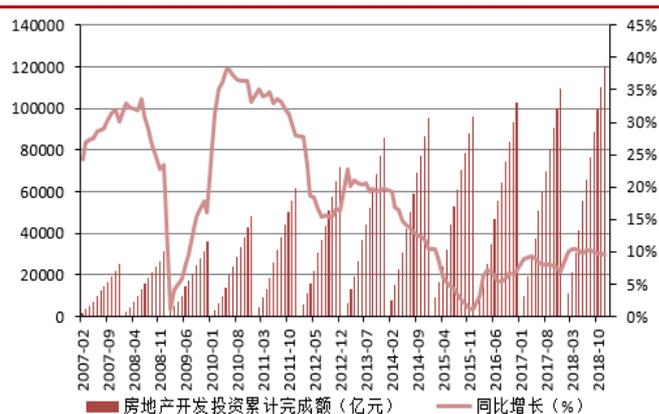
房地产投资的增加带动了 2016 年下半年以来工程机械行业的回暖，并使这轮复苏持续到 2018 年。但是，随着房地产政策环境的趋紧，我们预计房地产投资快速增加的情况将难以持续，其对工程机械需求的拉动效应将逐渐趋缓。

图16：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17：房产开发投资完成额及增速（亿元，%）

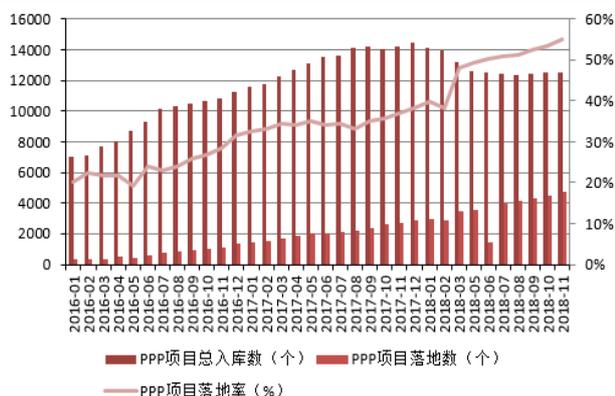


资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 2.2 基建投资增速 2018 年大幅下滑，PPP 项目助力增量需求

基础设施建设作为工程机械行业的下游的重要需求方，对行业未来景气度的持续向好发挥着积极作用。PPP 模式是我国基建投资的主要方式，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 11 月，PPP 项目总入库数达到 12554 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，11 月升至 55.0%。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。

图18: 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

图19: 基建(不含电力)投资增速(%)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

2018 年以来基建投资增速大幅低于市场预期，基建投资（不含电力）投资增速从年初的 20% 左右一度回落至 9 月份的 3.3%，为近年来的最低增速水平。18 年中美贸易战加剧，预计 19 年我国出口金额将会受到影响。为维持经济稳定发展，19 年我国有望在基建领域发力。18 年 7 月份以来，国家政策导向基建领域，多次提及加大基建投资力度，未来基建投资有望重回中高速增长区间，有望带动工程机械行业持续高景气。

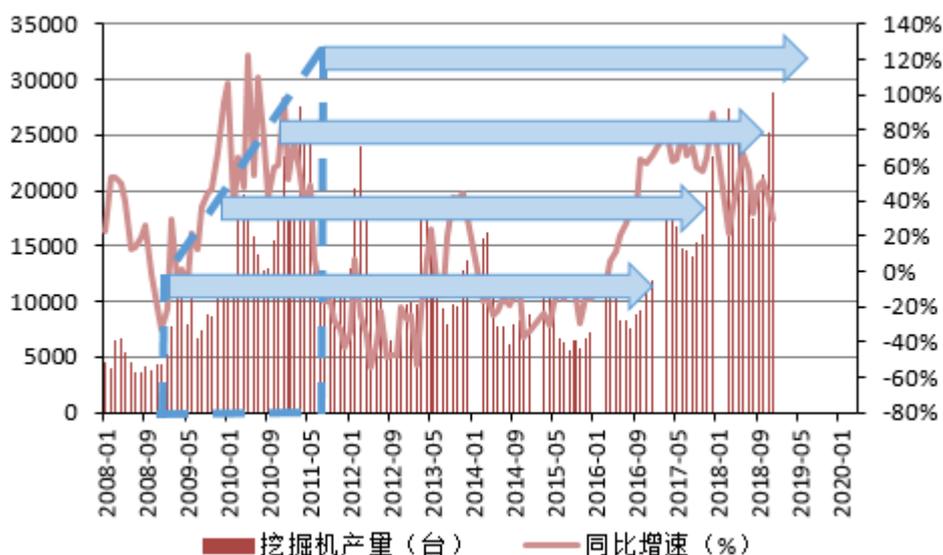
## 2.3 更新需求持续发力，环保政策趋严助力旧机换新

2008-2011 年销售高峰的大量存量设备预计在 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，产量达 23.7 万台，同比增长 37.5%。

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。2018 年挖掘机销量 20.3 万台，同比增长 45.0%。存量设备的更新需求凸显，预计 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。

图20：挖掘机替换高峰期预测图



数据来源：Wind，东莞证券研究所

另一方面，环保政策的趋严，国三标准强制实施，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。我们认为随着国三标准的强制实施，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。

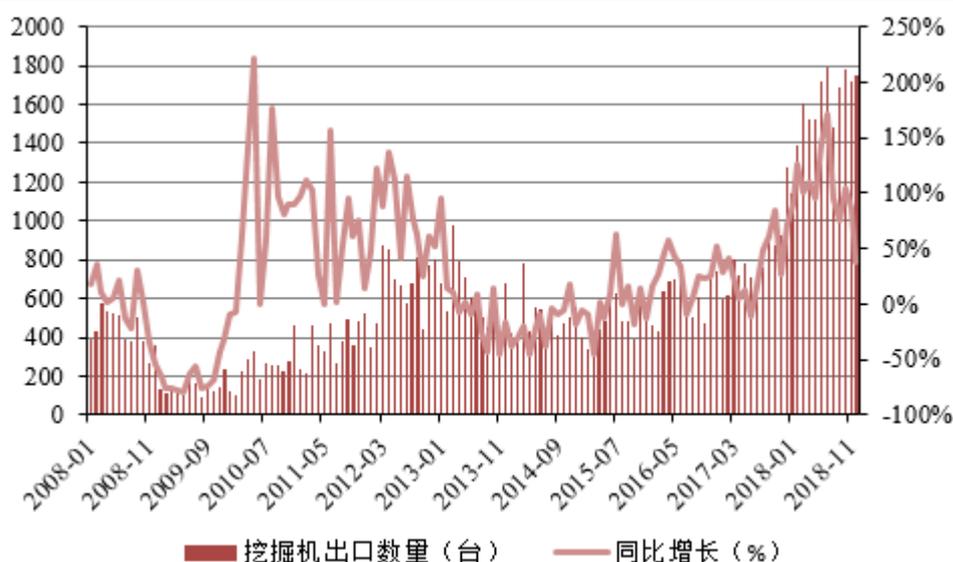
工程机械行业国四排放标准预计将在2020年实施。环保高压下，不符合排放标准的落后机型有望加速出清，基于目前工程机械行业较大的保有量，工程机械更新需求将成为行业增长的主要动力之一。

## 2.4 巧借“一带一路”东风，工程机械远航海外

2018年挖掘机共计出口1.9万台，同比增长97.5%。其中12月出口销量1749台，同比增长37.5%。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。

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。

图21：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

### 3. 展望：2019 年行业复苏进入下半场，景气周期有望拉长

#### 3.1 基建投资有望加大，起重机、泵车更新需求发力

2019 年经济下行压力依然较大，叠加中美贸易战的不确定性，我国宏观经济的逆周期调节更加倾向于基建投资。自 2018 年下半年以来，国常会、中央政治局会议、中央经济会议等均提到了基建投资，我国政府开始注重加大基础设施建设领域的补短板力度，加快地方政府专项债券的发行进度，实施更加积极的财政政策和稳健的货币政策，强化基建投资的逆周期调节作用。在 2018 年基建投资增速超预期下滑的背景下，预计 2019 年基建投资将会出现明显抬升。

表 3：2018 年 7 月以来国家关于基建投资领域的会议内容

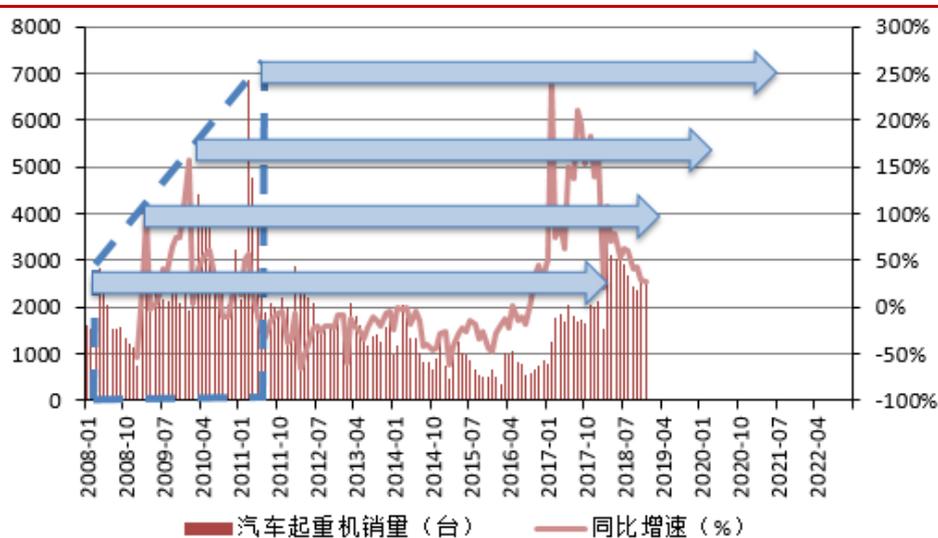
| 日期                    | 相关会议及政策文件                  | 主要内容  |
|-----------------------|----------------------------|---|
| 2018 年 7 月 23 日       | 国常会                        | 积极财政政策要更加积极。加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效。  |
| 2018 年 7 月 31 日       | 中央政治局会议                    | 补短板作为当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 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 | 聚焦短板。支持“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等重大战略，围绕打好精准脱贫、污染防治攻坚战，着力补齐铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、公共服务、城乡基础设施、棚户区改造等领域短板，加快推进已纳入规划的重大项目。 |
| 2018 年 12 月 19 日-21 日 | 中央经济工作会议                   | 强调宏观政策层面要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，财政政策以减税为方向，货币政策也由中性变为松紧适度。   |

资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

预计 2019 年基建投资的逆周期调节主要从乡村基础设施建设、城市区域协调发展、专项债等方面展开。乡村振兴作为基建投资的主要抓手，将有力带动工程机械产品的需求。

我们预计 2019 年基建投资需求将会成为工程机械行业持续复苏的主要动力源，在历经两年多的复苏进程之后，工程机械行业的景气度有望持续高涨。

图22：汽车起重机替换高峰期预测图



数据来源：Wind，东莞证券研究所

另一方面，2019 年产品的轮动复苏将拉长工程机械行业的景气周期。起重机、混凝土泵车作为工程机械行业的后周期产品有望呈现与挖掘机相仿的复苏景气度。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。挖掘机的更新需求或将持续到 2019 年，起重机和混凝土泵车等产品也或将在 2019 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。

### 3.2 预计 2019 年挖掘机销量仍维持高位，但增速或将放缓

挖掘机市场自 2016 年底复苏以来，景气度持续高涨，2018 年市场行情更加火爆，行业呈现出一种“旺季很旺、淡季不淡”的新特征。

本轮复苏与 2011 年有质的区别，各大主机厂基本上能够保持理性，并未出现大规模的产能扩张和不理性竞争现象；行业内主要企业盈利能力不断增强，资产负债表逐步修复；叠加预计 2019 年基建投资有望加大，多产品接力更新需求等，我们预计工程机械行业景气度有望延续。

挖掘机市场在 2018 年持续火爆，但从 2018 年 1 月-12 月的挖掘机销量数据可以发现，挖掘机月度销量虽然屡创同期新高，但销量增速整体呈现不断下降的态势。挖掘机

月销量同比增速从2018年3月的84.5%下降至2018年12月的14.4%。主要原因是2017年上半年基数相对较低，而伴随着行业持续复苏，2017年下半年复苏逐步进入高潮，挖掘机销售火爆，2018年在2017年同期的高基数上增速出现下降。

2018年挖掘机市场景气度持续高涨，预计2019年在2018年的高基数上挖掘机销量增速将会进一步放缓，预计挖掘机销量仍然维持高位。

图23：中国挖掘机月度销量及同比增速（台，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

## 4. 投资建议

工程机械行业自2016年底复苏以来，行业景气度持续高涨。2018年，以挖掘机为代表的主要工程机械产品产销量持续超预期，工程机械行业强势复苏，挖掘机市场行情尤其火爆。2018年，挖掘机共计销售20.3万台，超过2011年19.4万台的极值，刷新历史记录，市场呈现出一种“旺季很旺、淡季不淡”的新特征。

2018年挖掘机市场国产品牌市占率达到56.2%，同比提升6.0个百分点，并且国产市占率呈现逐月递增的态势。2018年，国内挖掘机市场集中度CR4为55.5%，CR8为78.3%，相比2017年分别提升4.3、2.3个百分点，国内挖掘机市场正逐步向着高市场集中度方向演变。工程机械行业主要企业2018年业绩均实现了翻倍式增长，业绩屡超预期，盈利能力大幅提升，财务报表明显修复。

2018年房地产投资需求强势助力，环保政策趋严，产品更新需求持续发力，叠加“一带一路”出口的大幅提升，工程机械行业景气度持续高涨。本轮复苏与2011年有质的区别，各大主机厂基本上能够保持理性，并未出现大规模的产能扩张和不理性竞争现象；行业内主要企业盈利能力不断增强，资产负债表逐步修复。叠加预计2019年基建投资有望加大，多产品接力更新需求，下游房地产投资将趋于平稳，“一带一路”出口或将持续向好。我们预计工程机械行业景气度有望延续，2019年工程机械行业持续复苏动力充足，预计2019年工程机械行业复苏将进入下半场。随着行业集中度的不断提升，龙头企业在此轮复苏中将更具有优势。

**重点推荐组合：三一重工、恒立液压、浙江鼎力；建议关注组合：徐工机械、柳工、中联重科、杭叉集团、安徽合力、艾迪精密、诺力股份。**

表 4：重点公司盈利预测及投资评级（2019/1/29）

| 股票代码   | 股票名称 | 股价(元) | EPS (元) |       |       | PE    |       |       | 评级   | 评级变动 |
|--------|------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
|        |      |       | 2017A   | 2018E | 2019E | 2017A | 2018E | 2019E |      |      |
| 600031 | 三一重工 | 9.14  | 0.27    | 0.82  | 0.98  | 33.85 | 11.15 | 9.33  | 谨慎推荐 | 维持   |
| 601100 | 恒立液压 | 23.97 | 0.61    | 1.04  | 1.24  | 39.30 | 23.05 | 19.33 | 谨慎推荐 | 维持   |
| 603338 | 浙江鼎力 | 64.68 | 1.6     | 1.95  | 2.55  | 40.43 | 33.17 | 25.36 | 谨慎推荐 | 维持   |

资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 5. 重点个股推荐

**三一重工（600031）：**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，2018 年业绩屡超市场预期，公司预计 2018 年实现归母净利润 59.0 亿元~63.2 亿元，预计同比增长 182%~202%。2018 年三一挖掘机销量大增，市占率逐月提升，攀升至 23.1%，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，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。

**恒立液压（601100）：**公司是我国液压件龙头企业，伴随着下游工程机械行业的复苏，公司产销两旺。2018 年公司业绩屡超预期，前三季度公司实现营收 31.6 亿元，同比增长 55.9%；实现归母净利润 7.2 亿元，同比增长 160.4%。毛利率达 35.9%，同比提升 4.5 个百分点；净利率达 22.8%，同比提升 9.2 个百分点。公司业绩持续超预期增长，盈利能力大幅提升。液压科技、铸造分公司等子公司业绩均实现大幅增长。公司客户包括三一、徐工、卡特彼勒等国内外工程机械龙头，其挖掘机专用油缸产品市占率达 40% 以上。受益于下游行业的复苏，公司挖掘机专用油缸销量大增，市占率逐步提升，竞争力不断增强。

**浙江鼎力（603338）：**公司是中国高空作业平台制造行业的领军企业，获得 2017 年 T50 全球工程机械制造商 100 强，全球高空作业平台设备制造商 10 强，中国高空作业设备制造商 5 强第 1 名。主营产品包括剪叉式、跪柱式、臂式等多品种高空作业平台。2018 年公司业绩屡超预期，公司预计 2018 年实现归母净利润 5.0 亿元左右，预计同比增长 77.0% 左右。公司盈利能力大幅增强，前三季度毛利率高达 40.7%，净利率达 29.9%。另一方面，公司通过收购全球智能伸缩臂叉装车领先企业 Magni20% 股权，延长产品线，实现技术全球化，扩大品牌影响力。购买美国 CMEC 公司 25% 股权，深入战略布局美国市场，有力提升了品牌价值和拓展了销售渠道。中国高空作业平台仍处于快速发展阶段，公司竞争优势明显。

## 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) 业绩不及预期风险。

**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