



000425.SZ

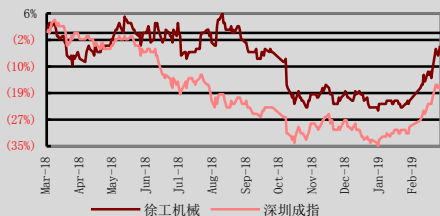
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 4.01

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	24.5	20.8	20.1	(4.3)
相对深证成指	(3.7)	1.5	0.7	11.9

发行股数(百万)	7,834
流通股(%)	89
流通股市值(人民币 百万)	28,044
3个月日均交易额(人民币 百万)	211
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
徐工集团工程机械有限公司	38

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2019年3月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 专用设备

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

徐工机械

徐工品牌备受青睐, 行业霸主地位不可撼动

公司在汽车起重机市场上的龙头地位不可撼动, 市占率维持在 50% 左右, 集团资产挖掘业务也与龙头三一齐头并进, 体现徐工作为工程机械的国内三大巨头之一, 拥有坚定的工程机械战略、坚持不懈的研发投入、好的产品、有竞争力的营销体系, 在此基础上, 也积极拓展高空作业平台等新兴业务。展望 2019 年及未来, 徐工依然是汽车起重机行业的领头羊, 工程机械行业三分天下必有徐工, 首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- 徐工汽车起重机全型谱竞争优势明显, 行业第一的品牌地位稳固。2018 年徐工汽车起重机的市占率为 46%, 超过市场第二、三名市场份额之和, 稳居汽车起重机行业首位。公司汽车起重机型谱齐全, 在 8-16T、20-25T、35-55T、90-110T 等的吨位市场占有率都不低于 50%, XCT20L5、XCT25L、XCT55L5、XCT55L6 等机型深受市场青睐, 全国仅广东和宁夏外的绝大部分省份的市场占有率位居第一位。
- 目前工程机械行业维持高景气度, 公司汽车起重机和集团挖掘机保持强劲增长。根据挖掘机分会行业数据, 1 月挖掘机行业销量增长 10%, 主要汽车起重机企业销量同比高速增长, 表明工程机械仍保持行业高景气度, 需求主要来自包括环保升级、治超从严、更新换代、基建再发力、下游市场容量增加等五大方面。产业调研也表明行业销量一直在超预期, 1 月徐工汽车起重机和集团挖掘机均超预期增长。
- 工程机械市场格局从战国时代迈向三国演义, 徐工、三一、中联形成寡头垄断格局。2019 年市场份额之争导致主流厂商的营销活动比往年提前且密集, 挖掘机、起重机的价格竞争也有隐现, 市场竞争较前两年的激烈程度进一步上升, 但龙头企业凭借产品、品牌和营销实力在竞争中更有机会胜出, 市场格局有望进一步优化, 汽车起重机中徐工、三一、中联瓜分 90% 市场, 混凝土机械以三一、中联形成寡头垄断格局, 挖掘机市场份额正向三一、徐工、CAT 集中。
- 关注高空作业平台新产业的培育, 以及集团工程机械资产证券化。公司高空作业平台年均销量翻番, 同时要发展臂式产品, 优化产品结构, 受益于国内高空作业平台市场连年高速增长。同时, 第一大股东徐工集团工程机械有限公司成功入选国企改革“双百行动”名单, 以挖掘机为主的集团工程机械资产证券化值得期待。

评级面临的主要风险

- 工程机械高增长的可持续性; 竞争对手在 12T、25T、55T、80T 的新款上市或升级带来的威胁。

估值

- 我们预计 18/19/20 年公司利润为 21/31/37 亿元, 目前 PE 估值为 10 倍左右, 首次覆盖给予买入评级, 目标价 5.10 元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	16,891	29,131	43,400	52,206	57,687
变动(%)	1	72	49	20	10
净利润(人民币 百万)	209	1,021	2,057	3,070	3,730
全面摊薄每股收益(人民币)	0.027	0.130	0.263	0.392	0.476
变动(%)	312.2	389.3	101.5	49.3	21.5
全面摊薄市盈率(倍)	150.6	30.8	15.3	10.2	8.4
价格/每股现金流量(倍)	14.0	10.0	15.7	11.5	8.8
每股现金流量(人民币)	0.29	0.40	0.26	0.35	0.46
企业价值/息税折旧前利润(倍)	50.9	14.5	10.1	6.5	4.9
每股股息(人民币)	0.013	0.036	0.079	0.118	0.143
股息率(%)	0.3	0.9	2.0	2.9	3.6

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



目录

汽车起重机全型谱优势明显，行业第一品牌地位稳固	5
持续多年稳居汽车起重机行业第一	5
汽车起重机全型谱竞争优势明显	6
全国仅广东和宁夏外的绝大部分省份的市场占有率位居第一位	6
工程机械行业维持高景气度，公司核心业务保持强劲增长	7
2019年1月挖掘机和汽车起重机继续超预期增长	7
需求来自更新换代、环保升级、治超从严、基建再发力等方面	8
1月徐工汽车起重机和集团挖掘机均超预期增长	11
工程机械行业呈徐工、三一、中联的寡头垄断格局	13
市场集中度提升，行业格局持续优化	13
徐工集团位居全球行业第六	14
关注高空作业平台新产业的培育	16
盈利预测及估值	19
未来两年收入维持稳定增长，但利润弹性大	19
工程机械行业估值参考	20



图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 徐工汽车起重机市占率超过三一与中联.....	5
图表 2. 徐工汽车起重机自 2008 年以来保持行业第一.....	5
图表 3. 2018 年徐工汽车起重机在各吨位的市占率.....	6
图表 4. 徐工汽车起重机在各区域的市场地位.....	6
图表 5. 全国挖掘机月销量台数及增速.....	7
图表 6. 主机厂商对挖掘机 2019 年销量预测.....	7
图表 7. 全国汽车起重机月销量台数及增速.....	8
图表 8. 主要工程机械更新需求预测, 托底作用明显.....	9
图表 9. 未来 3 年, 挖掘机需求以更新需求作为托底因素.....	9
图表 10. 工程机械主要下游应用占比及对应的各个机种.....	10
图表 11. 基建投资增速近年来在 15%-25% 的范围内波动.....	10
图表 12. 房地产新开工增速拐点滞后销售面积增速 2 到 3 个季度.....	11
图表 13. 强周期补库存持续时间长, 弱周期一般维持 30 个月左右.....	11
图表 14. 徐工挖机月销量及增速.....	12
图表 15. 徐工挖掘机市占率.....	12
图表 16. 徐工汽车起重机月销量及增速.....	12
图表 17. 徐工汽车起重机市占率.....	12
图表 18. 主要工程机械更新需求预测, 托底作用明显.....	13
图表 19. 2010 年挖掘机行业竞争格局.....	13
图表 20. 2018 年挖掘机行业竞争格局.....	13
图表 21. 2010 年汽车起重机行业竞争格局.....	14
图表 22. 2018 年汽车起重机行业竞争格局.....	14
图表 23. 2010 年履带起重机行业竞争格局.....	14
图表 24. 2018 年履带起重机行业竞争格局.....	14
图表 25. 徐工位居全球工程机械制造商排名第六.....	15
图表 26. 徐工主要产品在中国市场居领导地位.....	15
图表 27. 徐工的高空作业平台用户品牌关注度排名第二.....	16
图表 28. 高空作业平台 (AWP) 设备推广过程.....	17
图表 29. 国内高空作业平台销量及增速.....	17
图表 30. 各国家与地区高空作业平台存量对比.....	18



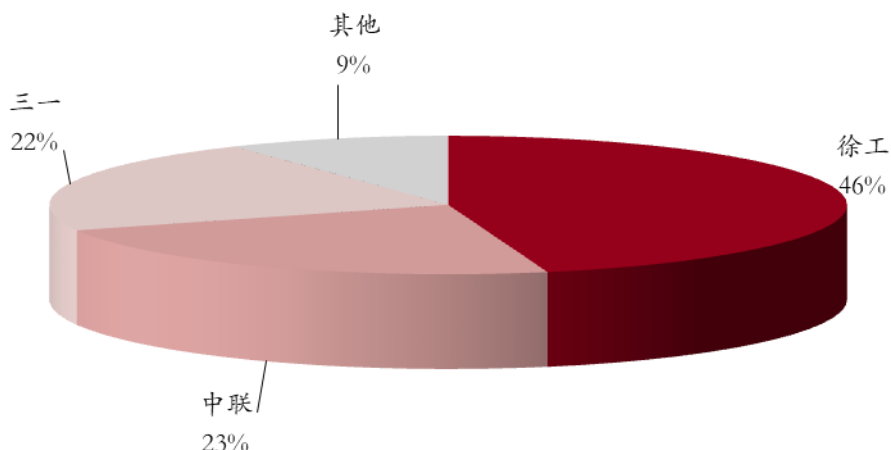
图表 31. 单位建筑行业产值高空作业车保有量.....	18
图表 32. 国内高空作业平台 (AWP) 制造厂商的业务布局.....	18
图表 33. 公司收入及毛利率预测.....	19
图表 37. 可比公司估值比较.....	20

汽车起重机全型谱优势明显，行业第一品牌地位稳固

持续多年稳居汽车起重机行业第一

2018 年徐工汽车起重机的市占率为 46%，超过市场第二、三名市场份额之和，稳居汽车起重机行业首位。

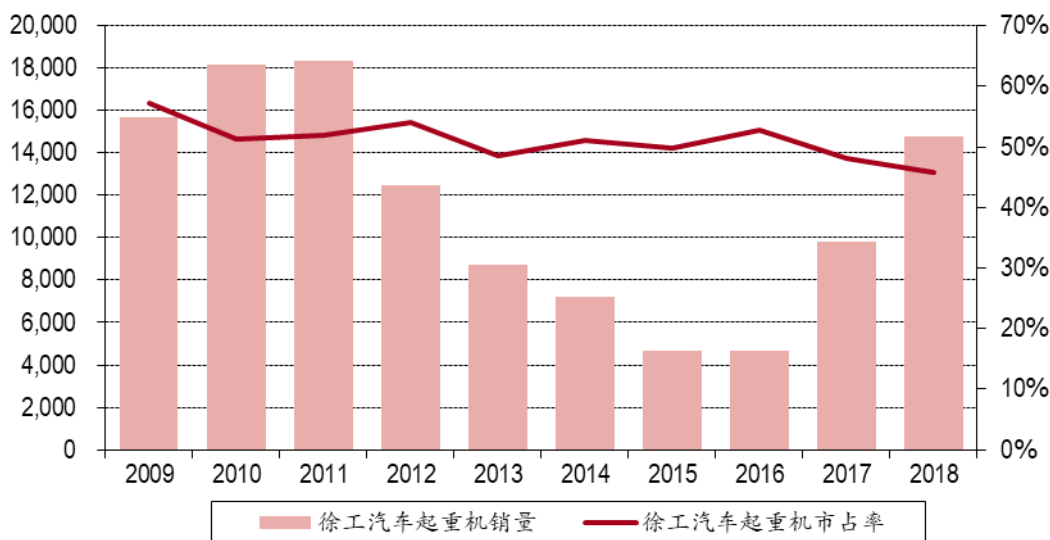
图表 1. 徐工汽车起重机市占率超过三一与中联



资料来源：万得，中银国际证券

回顾 2008-2018 年，徐工汽车起重机市占率维持在 48% 以上，行业第一的品牌地位十分稳固。

图表 2. 徐工汽车起重机自 2008 年以来保持行业第一

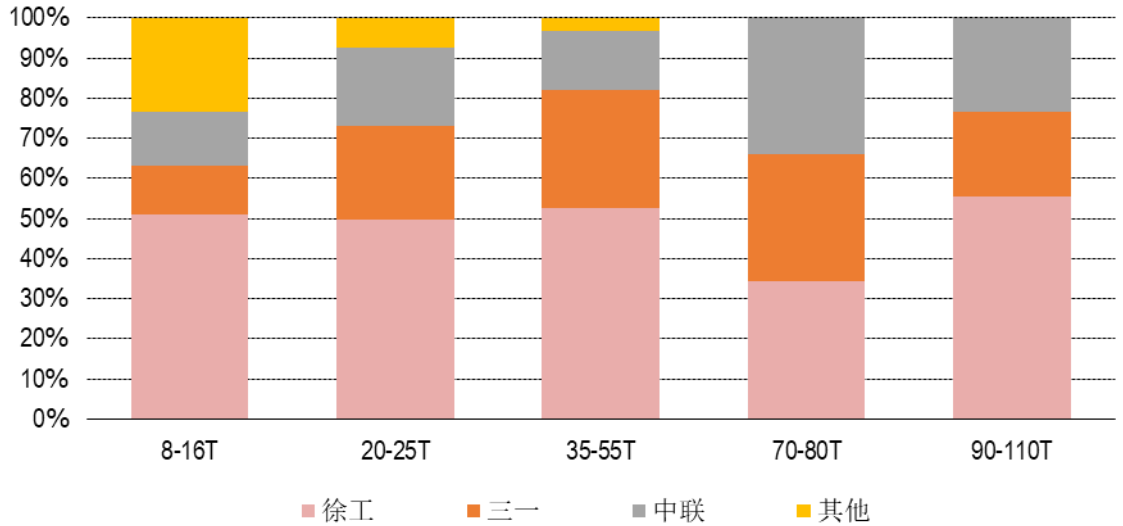


资料来源：万得，中银国际证券

汽车起重机全型谱竞争优势明显

公司汽车起重机型谱齐全，在 8-16T、20-25T、35-55T、90-110T 等的吨位市场占有率都不低于 50%，XCT20L5、XCT25L、XCT55L5、XCT55L6 等机型深受市场青睐。

图表 3. 2018 年徐工汽车起重机在各吨位的市占率



资料来源：万得，中银国际证券

全国仅广东和宁夏外的绝大部分省份的市场占有率位居第一位

在全国所有区域中，徐工仅在广东和宁夏两个区域销量低于三一重工，其余区域全面领先三一、中联。其中，徐工销售前五大区域江苏、山东、河北、河南、广东销量占公司总销量的比重接近 1/2。

图表 4. 徐工汽车起重机在各区域的市场地位



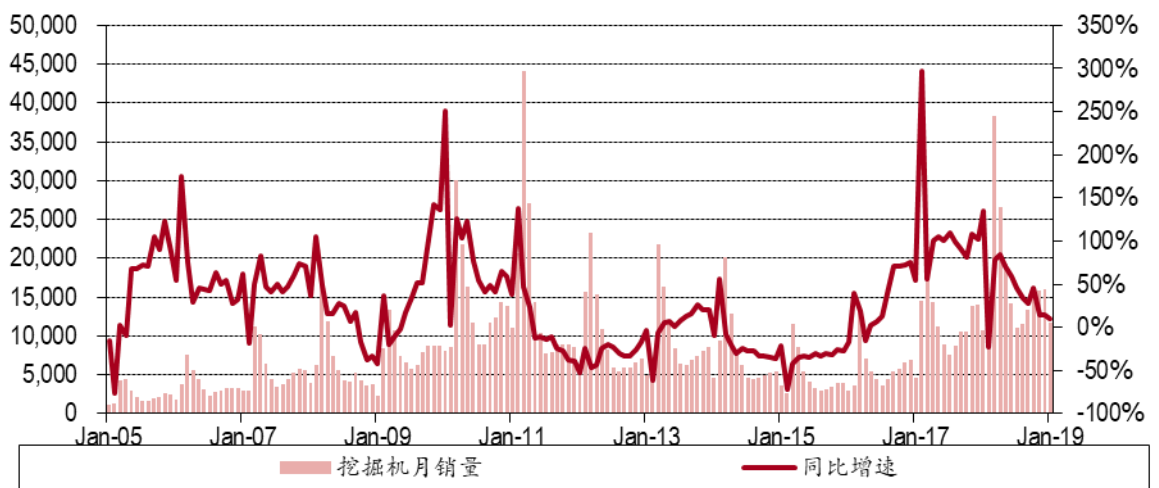
资料来源：《神奇的吊装人》，中银国际证券

工程机械行业维持高景气度，公司核心业务保持强劲增长

2019 年 1 月挖掘机和汽车起重机继续超预期增长

根据挖掘机分会行业统计，2019 年 1 月挖机行业合计销售 11756 台，同比增长 10%。其中国内销售 10142 台，同比增长 6%，出口合计 1614 台，同比增长 42%。2019 年挖机销量开门红，维持增长态势。

图表 5. 全国挖掘机月销量台数及增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 主机厂商对挖掘机 2019 年销量预测

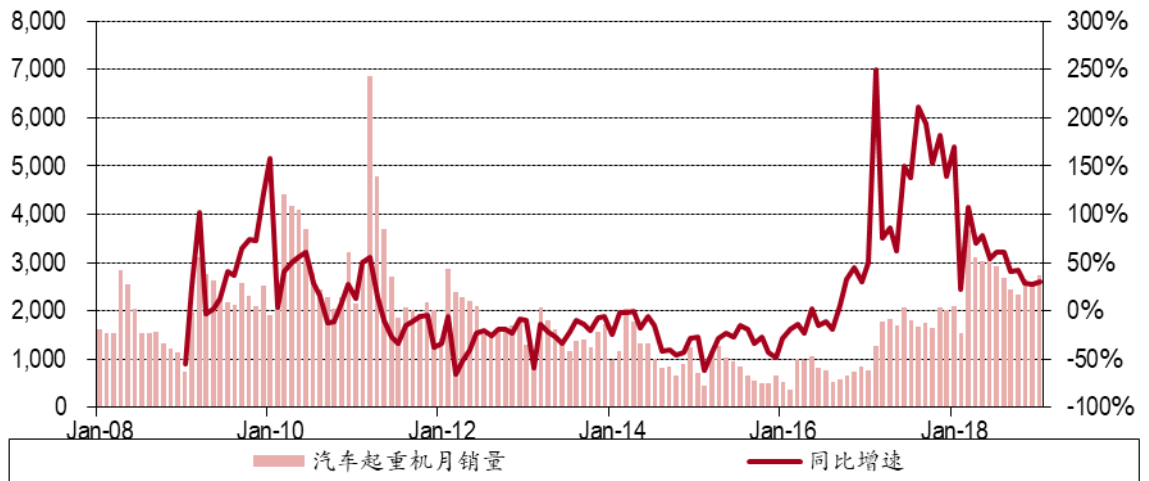
	公司	对 2019 年挖掘机行业销量增速预期
1	三一重机	国内下降，国际大增
2	卡特彼勒（中国）	-15%~ -10%
3	小松	-10%~10%
4	徐工集团	
5	川崎重工	-10%~10%
6	柳工	11%
7	三一代理商合肥湘元	10~20%
8	中国工程机械工业协会	国内 11% 增长，达到 20 万台

资料来源：中国路面机械网，中银国际证券

据行业协会统计，2018 年汽车起重机销量达到 3.24 万台，同比增长 58%。2019 年 1 月份主要汽车起重机企业销量同比高增长，表明工程机械仍保持行业高景气度。



图表 7. 全国汽车起重机月销量台数及增速



资料来源：万得，中银国际证券

需求来自更新换代、环保升级、治超从严、基建再发力等方面

1、更新换代需求强度大，且能持续

工程机械陆续迎来更新潮。一般环境下工程机器寿命 8-10 年，目前距离工程机械行业上个大周期期（2007-2011 年）也已有 6-10 年，可预期未来 2-3 年仍有较大更新需求。

以 8-10 年寿命期测算理论更新需求量，例如 2017 年理论上应该更新 2007-2009 年销售的工程机械的平均值，暂不考虑进出口的国产机械的问题（出口机械略高于进口机械数量）。

我们认为工程机械存量更新需求量大，托底作用明显，具体能否转化为新机的需求，还需和下游产业的新增需求的刺激产生共振，才能更好的发挥作用。

由于工程机械这 8-10 年正好经历了一波高峰到低谷的周期，因此我们采用 8-10 年作为挖掘机的报废的周期，即以 8-10 年前的实际平均需求量对应当期的更新量，得到公式（1）。

$$\text{国内挖掘机更新量} = \text{8-10 年前实际需求量平均值} \times \text{更新系数} \quad (1)$$

公式（1）中，我们设定更新系数为 0.7，因为挖掘机寿命到期后，不可能所有用户都会更新设备，必然有一部分人离开市场，我们估计这部分人的比例为 30%左右。

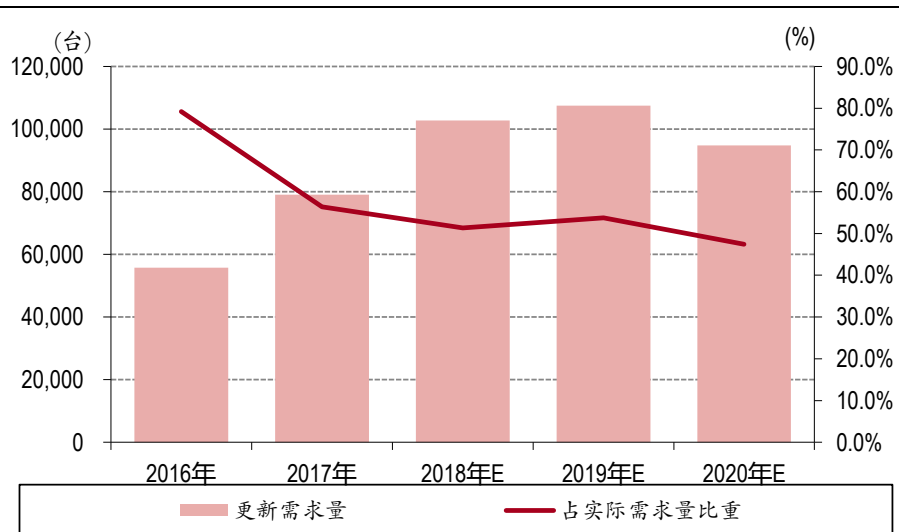
根据公式（1），我们推算出 2018 年挖掘机更新需求约为 10.2 万台，占实际销量的比重在 50%左右（假定 2018 年销量达 20 万台）。我们推算 2019-2020 年挖掘机更新需求持续高位，分别为 10.7 万和 9.5 万台左右。

图表 8. 主要工程机械更新需求预测，托底作用明显

主要工程机械历史年度销量						
	挖机	装载机	推土机	压路机	叉车	起重机
2007 年	66,586	160,380	7,388			
2008 年	77,170	165,335	8,653	8,653	8,653	8,653
2009 年	95,011	141,719	8,514	16,194	138,621	170,768
2010 年	166,813	216,597	13,542	25,478	232,409	235,156
2011 年	178,352	246,832	13,097	21,617	313,847	262,662
2012 年	115,583	173,699	10,169	13,246	291,333	158,782
2013 年	112,404	180,775	9,512	15,700	328,764	116,413
主要工程机械更新需求预测值						
	挖机	装载机	推土机	压路机	叉车	起重机
2016 年	55,712	109,068	5,730	8,696	51,546	62,797
2017 年	79,099	122,185	7,165	14,585	129,861	142,073
2018 年	102,708	141,201	8,202	16,483	191,190	174,236
2019 年	107,508	148,663	8,589	12,202	211,813	147,505
2020 年	94,812	140,305	7,648	10,131	217,034	96,318

资料来源：万得，中国机械工程协会，中银国际证券

图表 9. 未来 3 年，挖掘机需求以更新需求作为托底因素



资料来源：中国工程机械工业年鉴，中银国际证券

2、本轮工程机械销量上升周期来自下游新增投资

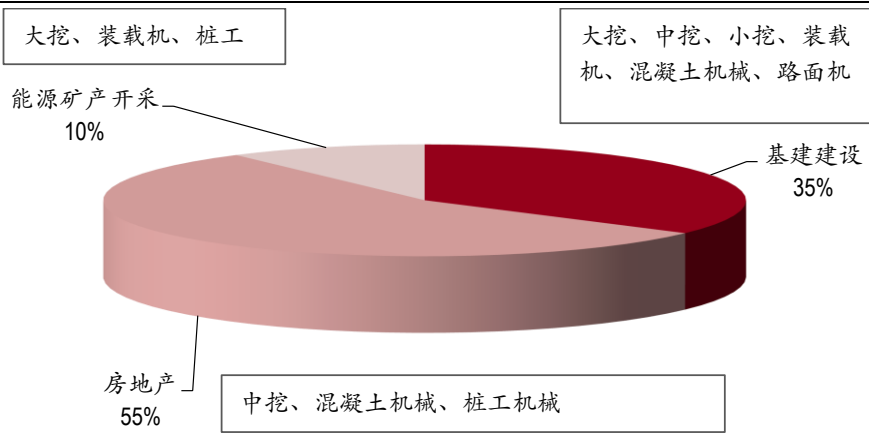
根据工程机械协会相关资料推算，工程机械的下游需求主要来自于：1、基础设施建设（占比约 35%）；2、房地产（占比约 55%）；3、能源矿产开采（占比约 10%）。工程机械各个机种对应不同的下游行业，因此，通过监测不同机种的销量增速，即可在一定程度上判断下游行业的投资需求，反过来也可以指导不同机种的未来的趋势。

我们梳理各下游行业对应的主要工程机械机种关系如下：

- 基建建设：挖掘机（包括大、中、小挖）；装载机；混凝土机械；路面机械；桩工机械；
- 房地产：13-30t 载重挖掘机（中挖）；混凝土机械；桩工机械；
- 能源矿产开采：30t 以上载重挖掘机（大挖）；装载机；桩工机械；

其他行业（市政工程、农田水利等）：0-13t 载重挖掘机（小挖）。

图表 10. 工程机械主要下游应用占比及对应的各个机种



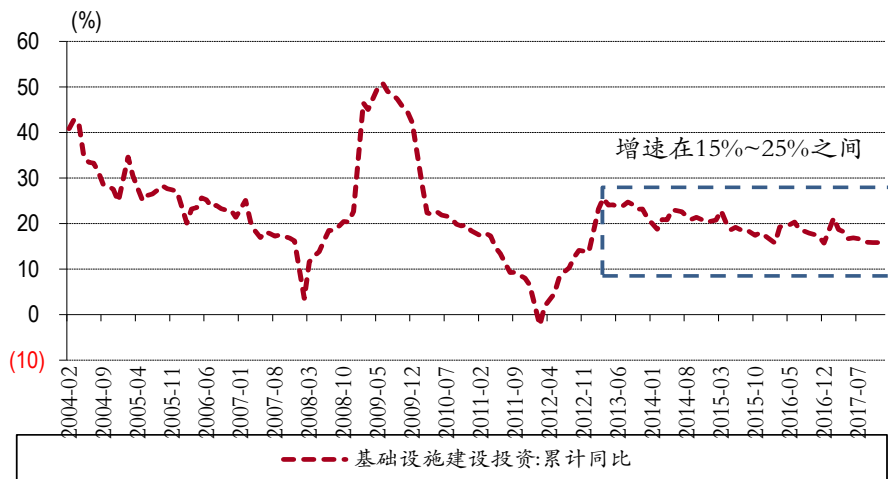
资料来源：机械工程协会，中银国际证券

面对市场的担忧，工程机械销量能否稳得住？

由于工程机械属于周期行业，对宏观经济景气度反应极为敏感，因此下游投资和经济运行周期就极大地左右了工程机械销量能否持续增长。我们总结当前市场对于工程机械的担忧主要来自于三方面，这也是压制板块估值的最主要因素：

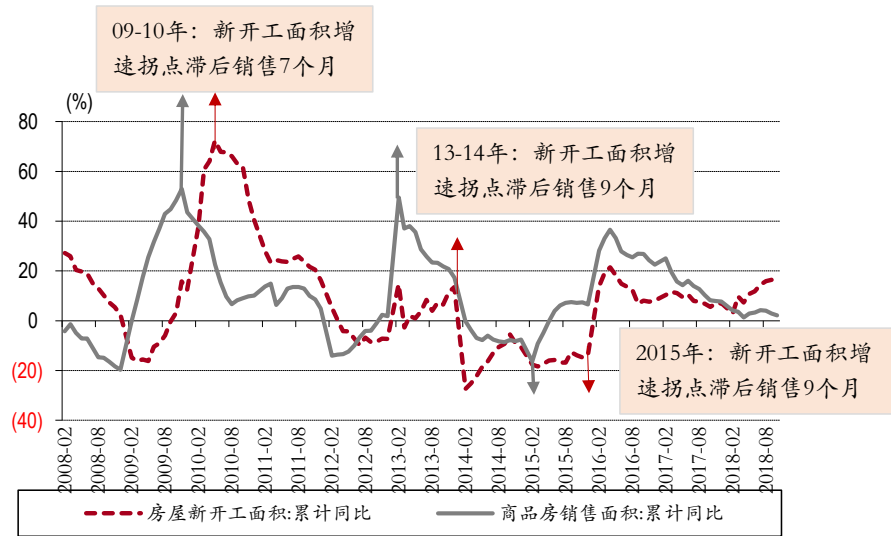
- 基建：**结合中银宏观组测算，预计 2018 年全年基建增速在 5%左右，2019 年全年基建增速提高到 9.5%左右。1) 在宏观经济下行压力加大的背景下，基建投资更多是起到托底经济的作用。从 2013 年开始，基建投资增速始终在 15%-25%的范围内波动；2) 2018 年 10 月 31 日，国办发布《关于保持基建补短板力度的指导意见》，聚焦关键领域和薄弱环节；3) 2019 年建国 70 周年，基建投资仍是对冲经济下行的重要工具，铁路基建率先确定增加。
- 房地产：**房地产投资增速领先于新开工面积增速，持续下滑，但存边际改善的可能。1) 房地产周期影响着工程机械需求，房地产数据房地产投资数据和销售面积数据具备前瞻性，直接影响需求的为新开工面积数据；2) 统计局数据显示，2018 年三季度以来，地产新开工面积以近 10%的增速，仍处于高位；3) 房地产政策史上最严厉，对 2019 年下半年保留边际放松的预期。
- 库存周期：**本轮库存进入新一轮上升周期，存在补库存需求。但从 2016 年 3 月起，补库存周期已经持续近一年，在需求没有明显向好的情况下，工业企业很可能将进入被动补库存周期，生产面临下滑风险。

图表 11. 基建投资增速近年来在 15%-25%的范围内波动



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 12. 房地产新开工增速拐点滞后销售面积增速 2 到 3 个季度



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 13. 强周期补库存持续时间长，弱周期一般维持 30 个月左右



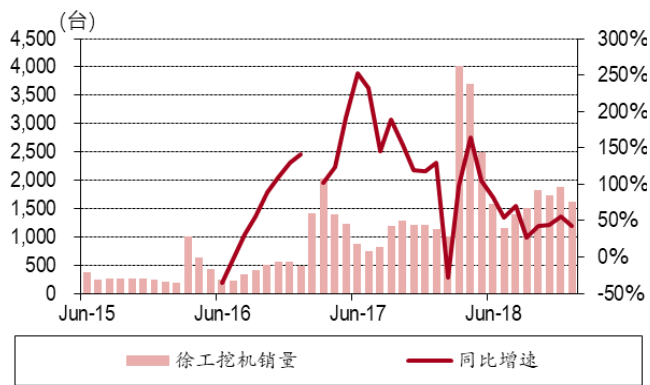
资料来源：国家统计局，中银国际证券

因此，工程机械挖机销量未来几年销量中枢有望处于历史最高位。展望 2019 年，根据图表 8，更新换代需求仍维持在 10 万台左右，全年销量有望 20 万台 (-10%~10%)，需求维持高平台。根据我们分析框架，2019 年工程机械板块仍值得重点关注，景气度仍在持续，如果地产相关政策出现松动，挖掘机销量增速将超预期。

1 月徐工汽车起重机和集团挖掘机均超预期增长

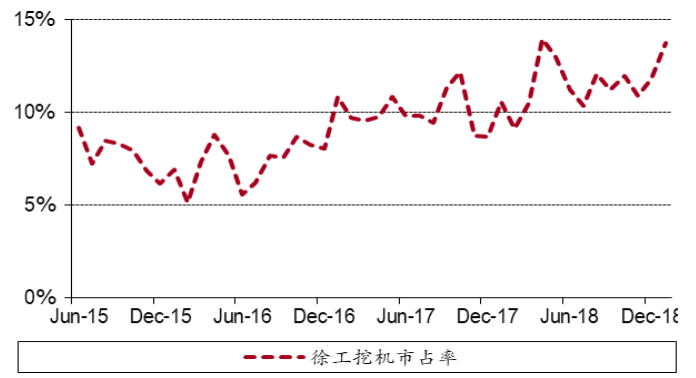
据工程机械协会统计，2019 年 1 月徐工机械挖掘机销量 1613 台，同比增长 43.3%，市占率 13.7%，较 2018 年市占率 11.5%，上升 2.2 个百分点。

图表 14. 徐工挖机月销量及增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

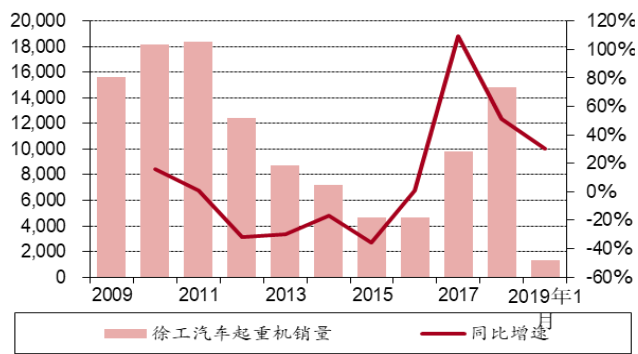
图表 15. 徐工挖掘机市占率



资料来源: 万得, 中银国际证券

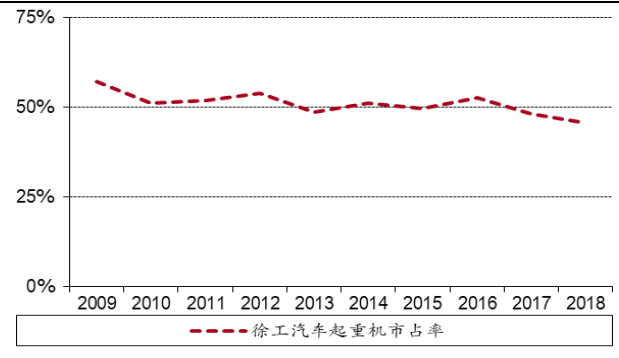
据工程机械协会统计, 2018 年徐工汽车起重机销量 14795 万台, 同比增长 51%, 市场占有率为 46%, 稳居市场第一位。

图表 16. 徐工汽车起重机月销量及增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 17. 徐工汽车起重机市占率



资料来源: 万得, 中银国际证券

工程机械行业呈徐工、三一、中联的寡头垄断格局

市场集中度提升，行业格局持续优化

2019 年市场份额之争导致主流厂商的营销活动比往年提前且密集，挖掘机、起重机的价格竞争也有隐现，市场竞争较前两年的激烈程度进一步上升，但龙头企业凭借产品、品牌和营销实力在竞争中更有机会胜出，市场格局有望进一步优化，汽车起重机中徐工、三一、中联瓜分 90% 市场，混凝土机械以三一、中联形成寡头垄断格局，挖掘机市场份额正向三一、徐工、CAT 集中。

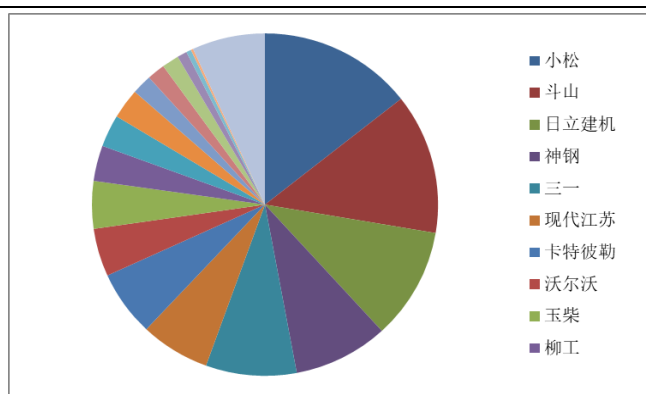
图表 18. 主要工程机械更新需求预测，托底作用明显

	2010		2018		变化趋势	
	龙头	合计市占率	龙头	合计市占率	国产化率	
挖掘机	小松、斗山、日立建机	CR3=38%	三一、CAT、徐工	48%	25%	国产挖机以三一、徐工为主
汽车起重机	徐工、中联	77%	徐工、三一、中联	91% 三一已赶超中联	实现国产化	三一的市占率从 5% 提高至 20%
履带起重机	三一、徐工、中联	65%	三一、徐工		实现国产化	基本国产化
装载机	三一、徐工、中联、厦工	CR4=65%~70%	徐工、龙工、临工、柳工		实现国产化	基本国产化
旋挖钻机	三一、山河智能、中联重科	CR5>70%	徐工、三一		国产化程度高	基本国产化
混凝土机械	三一、中联	>90%	三一、徐工、中联		国产化程度高	基本国产化

资料来源：万得，中国机械工程协会，中银国际证券

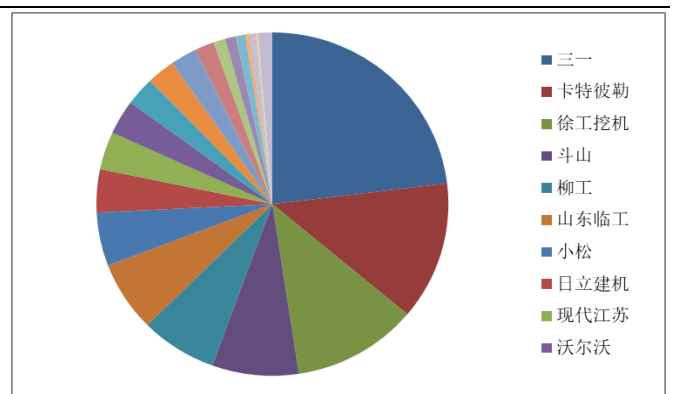
挖掘机竞争格局：2010 年，市场前三是小松、斗山、日立建机等外资品牌，合计市占率为 38%，2018 年，市场前三是三一、CAT、徐工等一线品牌，合计市占率扩大到 48%，而小松、斗山、日立建机的市占率均低于 10%，外资品牌市场份额逐年被国产品牌替代。

图表 19. 2010 年挖掘机行业竞争格局



资料来源：万得，中银国际证券

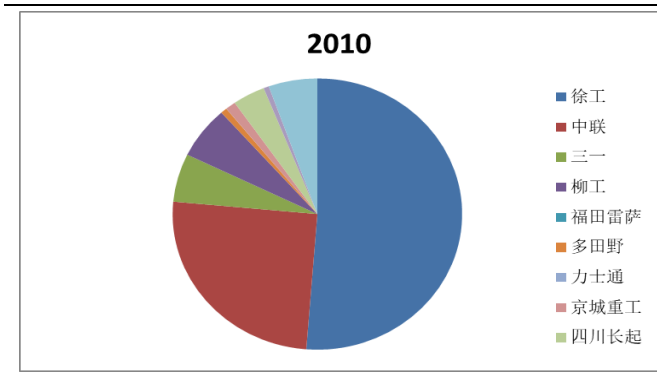
图表 20. 2018 年挖掘机行业竞争格局



资料来源：万得，中银国际证券

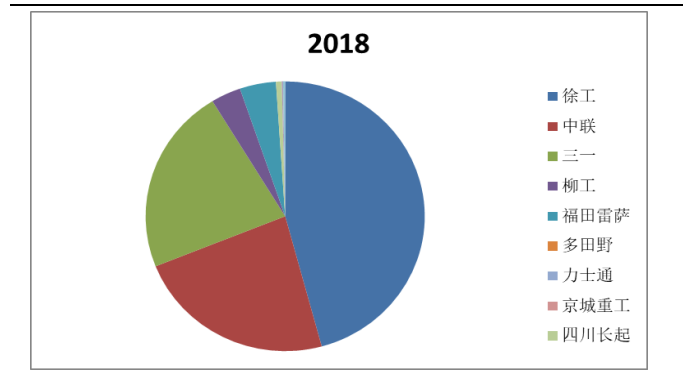
汽车起重机竞争格局：2010 年，汽车起重机市场主要被徐工、中联垄断，三一市占率仅为 6%。2018 年，汽车起重机市场基本上被徐工、三一、中联等一线品牌瓜分，三家龙头市占率为 91%，其中，三一重工的市占率从 2010 年的 6% 提升至 22%，徐工仍保持市场第一位。

图表 21. 2010 年汽车起重机行业竞争格局



资料来源：万得，中银国际证券

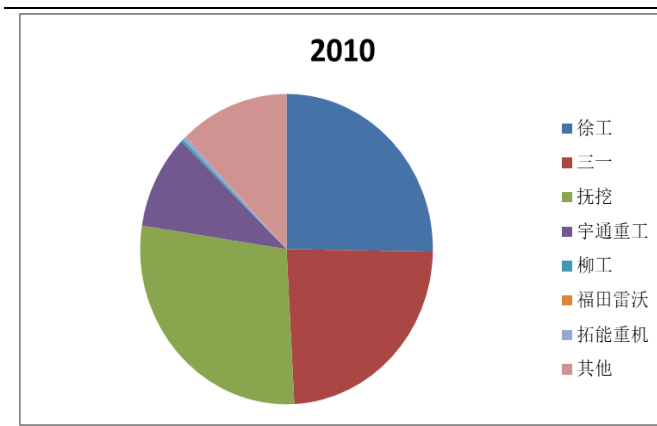
图表 22. 2018 年汽车起重机行业竞争格局



资料来源：万得，中银国际证券

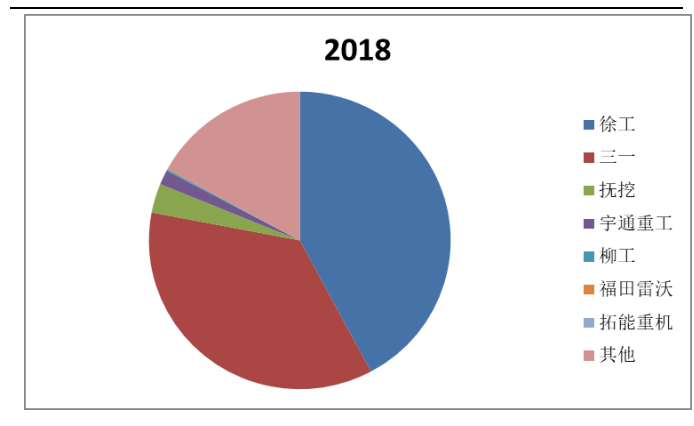
履带起重机竞争格局：2010年，履带起重机市场主要被抚挖、徐工、三一、宇通重工垄断，徐工市场占有率为25%。2018年，履带起重机市场基本上被徐工、三一两家龙头双寡头垄断，市占率依次是42%、36%，其中，徐工的市占率从2010年的25%提升至2018年的42%，徐工居市场第一位。

图表 23. 2010 年履带起重机行业竞争格局



资料来源：万得，中银国际证券

图表 24. 2018 年履带起重机行业竞争格局

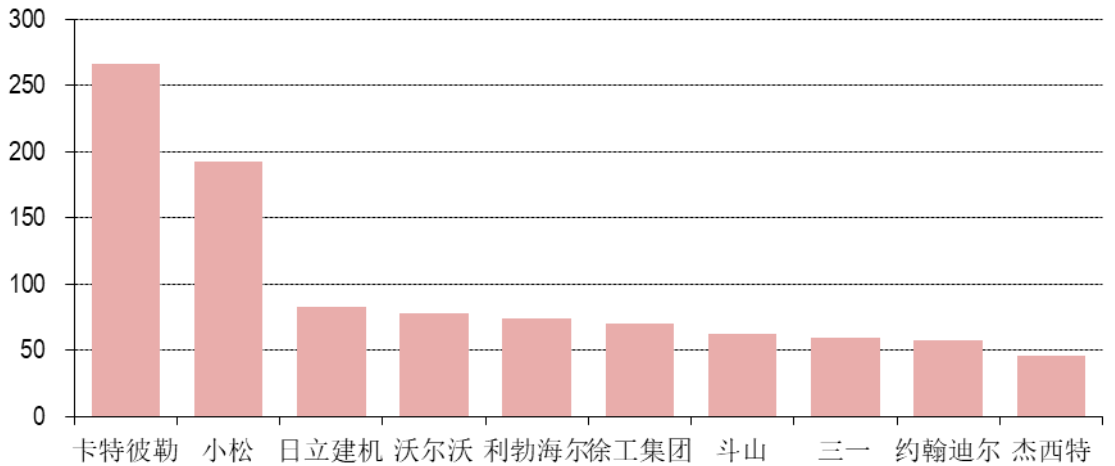


资料来源：万得，中银国际证券

徐工集团位居全球行业第六

根据2018年4月由英国KHL集团发布的全球工程机械制造商50强排行榜，徐工集团在全球工程机械制造商中排名第6位，集团内工程机械销售收入达到70亿美金。

图表 25. 徐工位居全球工程机械制造商排名第六



资料来源: KHL, 中银国际证券

细分市场看, 徐工机械在汽车起重机、随车起重机、压路机、摊铺机、平地机、旋挖钻机、举升类消防车等工程机械产品上位居国内市场第一位, 装载机、铣刨机也位居市场前三位。

图表 26. 徐工主要产品在中国市场居领导地位

主营业务	产品	国内排名	市场份额
起重机械	汽车起重机	第一	46%
	随车起重机	第一	56%
	履带起重机	第一	42%
铲运机械	装载机	第三	13%
压实机械	压路机	第一	28%
	摊铺机	第一	23%
路面机械	平地机	第一	36%
	铣刨机	第二	24%
桩工机械	旋挖钻机	第一	37%
消防机械	举升类消防车	第一	46%

资料来源: 万得, 中银国际证券

关注高空作业平台新产业的培育

公司高空作业平台在徐工消防中独立运营，从 2016 年开始大跨步发展。最近 3 年公司高空作业平台成长速度很快。据调研，2016 年成立的时候销售额约为 1 亿元，预计 2018 年销售额达到 5 亿元，年均增速达到 100%。目前徐工高空作业平台板块是徐工消防两大板块之一，2018 年销量估计达到 4500 台，产品含直臂式、曲臂式。

图表 27. 徐工的高空作业平台用户品牌关注度排名第二



资料来源：中国路面机械网，中银国际证券

我国高空作业平台市场已进入加速发展期

高空作业平台作为国内工程机械最后一块蓝海市场，已从最初的市场培育期逐渐过渡至加速发展期。高空施工安全要求提高及经济性愈加凸显是推动行业快速发展的内在动力：

- (1) **安全性：**相较传统脚手架，高空作业平台可以降低安全事故率，保障高空作业安全。
- (2) **经济性：**高空作业平台可以减少用工劳动力，提高工作效率，缩短工期，施工成本得以减少。

目前，行业应用地区已从北上广深等沿海发达地区推广至内陆地区，并且在内陆较发达地区渗透率快速提升，应用场景也从最初的电子厂房建设扩张至各类厂房建设、各类公共场馆、机场、市政工程、道路桥梁维护、航空航天制造以及大型超市、物流、工业企业的日常使用。

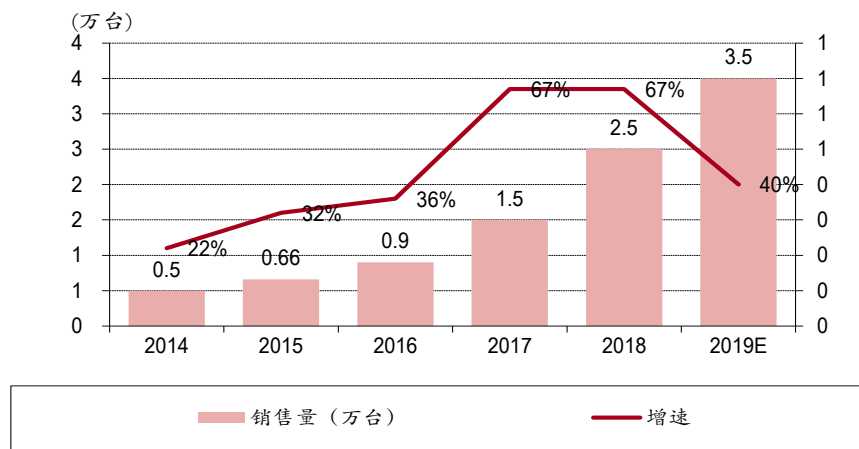
图表 28. 高空作业平台 (AWP) 设备推广过程

年度	阶段	应用行业	推广地域	设备来源	设备品牌
2004-2008	市场培育期	电子厂建设	北上广等沿海发达地区	主要为欧美和港台淘汰的二手设备, 新购部分进口设备	主要为 Genie 和 JLG Haulotte、Aichi、Skyjack 等品牌开始布局, 运想和鼎力等国内厂家开始研发相关产品
2009-2011	缓慢发展期	电子/汽车/化工工厂建设、船舶建造、航天制造、机场/展馆/酒店维护	沿海地区逐步扩散	外资国产化, 国产厂家开始成长	Genie、JLG 和 Haulotte 等外资品牌为主, 出现运想、鼎力和星邦等国产品牌
2012-2014	快速发展期	电子/汽车/化工工厂建设、航空航天制造、机场/展馆/酒店维护、超市/物流/工业企业日常使用	沿海地区成熟, 向内陆渗透	国产厂家逐步成熟, 中低端产品可以替代进口设备	Genie、JLG 和浙江鼎力三强格局形成, 其他品牌包括 Haulotte、Aichi、Skyjack、星邦、运想、高立、美通等多品牌竞争
2015-2020	加速发展期	电子/汽车/化工工厂建设、机场/展馆/市政工程/道路桥梁维护、航空航天制造、超市/物流/工业企业日常使用	内陆渗透率快速提升	国产厂商占据中低端市场, 并在高端市场加快替代	鼎力为主导, 鼎力、星邦、徐工、运想、美通等国产品牌在中低端产品线上竞争, 鼎力与 Genie、JLG 等外资品牌在高端产品线上竞争

资料来源: 各租赁商调研反馈, 中银国际证券

国内 AWP 行业仍将高速增长。行业过去 5 年增速持续增长 (2014-2018 年增速依次为 22%、32%、36%、67%、67%), 我们预计 2019 年增长相对乐观, 预计在 30-40% 甚至更快的增长。尽管现在还处于培育阶段, 但更多租赁商可在二三四线城市推广。

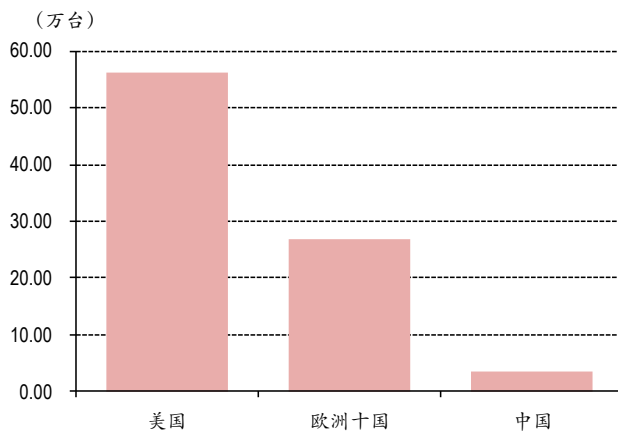
图表 29. 国内高空作业平台销量及增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

目前国内存量是 6-7 万台, 相比美欧还有 5-10 倍存量空间。目前美国高空作业平台存量为 50-60 万台, 相当于平均每亿美元建筑业产值对应高达 48 台, 而我国平均每亿美元建筑业产值对应仅 1-2 台高空作业平台。

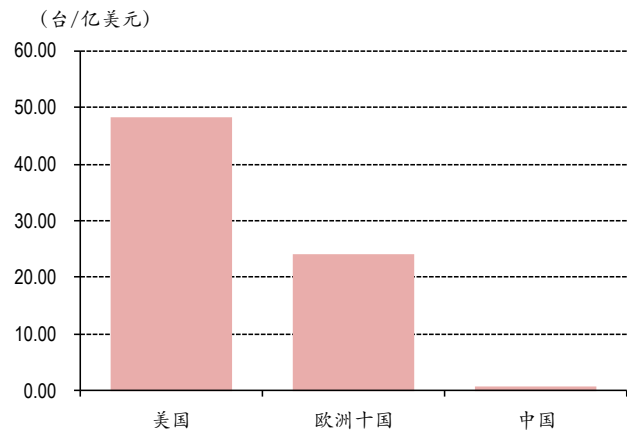
图表 30. 各国家与地区高空作业平台存量对比



资料来源: IPAF, 中银国际证券

*美国、欧洲十国数据为 2016 年底租赁商设备存量, 中国为 2017 年底租赁商设备存量估测数

图表 31. 单位建筑行业产值高空作业车保有量



资料来源: IPAF, 美国商务部、中国统计局, 中银国际证券

*美国、欧洲十国、中国均为 2016 年数据

AWP 行业格局很稳定

据万得数据: 全球高空作业平台市场上, 前三家市占率 50%以上, 前 5 家市占率 70%。JLG、Genie 等长期位居行业前列。

国内市场上, 内资品牌以浙江鼎力、星邦、临工为主, 外资品牌以 JLG、吉尼为主。尽管近年来新进入者众多, 但仅有鼎力可与 JLG、吉尼等巨头竞争。据万得数据, 浙江鼎力在国内的市占率超过 40%。

图表 32. 国内高空作业平台 (AWP) 制造厂商的业务布局

厂商	建厂情况	产品覆盖
Genie	2011 年常州工厂(独资)投产, 覆盖东南亚	剪叉、臂式、桅杆、车载全系列产品
JLG	2010 年天津工厂(独资)投产	剪叉、臂式、桅杆、车载全系列产品
Haulotte	2009 年常州工厂(独资)投产	剪叉、臂式、桅杆、车载全系列产品
Aichi	1995 年杭州爱知(合资)投产、2008 年浙江爱知(独资)投产	剪叉、臂式、桅杆、车载全系列产品
浙江鼎力	2008 年开始生产, 2015 年募投的新生产线投产	剪叉、臂式、桅杆系列产品
湖南星邦	2008 年开始生产, 2015 年长沙新产线投产	剪叉、臂式、车载系列产品
美通	江苏南通启东设厂	剪叉、臂式、车载系列产品
湖南运想	2007 年湖南长沙厂开始生产, 2013 年搬至湖南岳阳	剪叉、臂式、车载系列产品
徐工集团	2015 年徐州消防安全设备厂开始专注生产高空作业平台	剪叉、车载系列产品
临工集团	2016 年 1 月发布高空作业机械上市	剪叉、臂式、高空作业车等
三一帕尔菲格	2016 年成立高空作业平台部门并将生产基地搬入如东	剪叉式产品
中联	2018 年大规模展示剪叉和臂式	剪叉、臂式

资料来源: 各租赁商调研反馈, 中银国际证券

盈利预测及估值

未来两年收入维持稳定增长，但利润弹性大

我们预计公司 2018/2019/2020 年营业收入达到 434/522/577 亿元，净利润分别达到 21/31/37 亿元。

主营业务分项预测：

- 起重机械：2018 年公司汽车起重机销量增长 50%，2019 年我们预计汽车起重机增长 20%-25%；
- 工程机械备件：备件业务与下游行业景气度相关，预计工程机械备件业务 2019 年保持较快增长；
- 铲运机械：土方机械的一种，与挖掘机械景气度正相关，但存在被挖掘机械替代的逻辑，预计 2019 年仍可保持较快增长；
- 桩工机械：2019 年开工项目增加，桩工机械也有望实现较快增长。
- 消防机械：高空作业平台正在放量增长，2019 年-2020 年将维持高增长势头。

图表 33. 公司收入及毛利率预测

单位：人民币亿元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入					
起重机械	5,480	10,631	15,947	19,455	21,401
工程机械备件	2,798	5,149	8,753	10,503	11,553
铲运机械	2,422	3,586	5,200	6,240	6,864
桩工机械类	1,962	3,327	4,658	5,590	6,149
压实机械	961	1,349	1,619	1,862	2,048
环卫机械	0	1,123	1,403	1,614	1,856
消防机械	585	816	1,387	1,803	2,163
路面机械	395	547	821	985	1,083
其他	2,287	2,603	3,613	4,155	4,570
合计	16,891	29,131	43,400	52,206	57,687
收入增速假设(%)					
起重机械	(4.8)	94.0	50.0	22.0	10.0
工程机械备件	9.0	84.0	70.0	20.0	10.0
铲运机械	11.7	48.0	45.0	20.0	10.0
桩工机械类	9.1	69.5	40.0	20.0	10.0
压实机械	1.6	40.4	20.0	15.0	10.0
环卫机械			25.0	15.0	15.0
消防机械	24.8	39.5	70.0	30.0	20.0
路面机械	15.6	38.4	50.0	20.0	10.0
其他	(12.4)	13.8	38.8	15.0	10.0
合计	1.4	72.5	49.0	20.3	10.5
毛利率(%)					
起重机械	23.6	23.1	21.8	21.8	21.8
工程机械备件	13.0	8.1	8.4	8.4	8.4
铲运机械	17.1	20.3	17.9	17.9	17.9
桩工机械类	22.2	22.4	25.8	25.8	25.8
压实机械	22.7	20.0	17.3	17.3	17.3
环卫机械		20.0	10.8	10.8	10.8
消防机械	26.7	22.0	17.8	17.8	17.8
路面机械	21.9	20.0	22.0	22.0	22.0
其他	13.9	14.3	11.2	11.2	11.2
合计	19.4	18.9	17.5	17.6	17.6

资料来源：万得，中银国际证券

工程机械行业估值参考

国内工程机械上市公司的 PS 估值平均为 1.1 倍, PE 在 12.4 倍, PB 为 1.8 倍。而徐工目前市值对应 2019 年 PS 仅为 0.6 倍, PE 为 10.2 倍, PB 为 1.1 倍, 均低于行业平均水平。

我们考虑到徐工机械作为汽车起重机龙头, 给予 PE 估值 13 倍目标, 目标价 5.10 元。

图表 37. 可比公司估值比较

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	公司收入		公司利润		公司净资产 3Q2018	PS		PE		PB 3Q2018
			2018E	2019E	2018E	2019E		2018E	2019E	2018E	2019E	
600031.SH	三一重工	836	539	643	61	78	303	1.55	1.30	13.80	10.75	2.76
000425.SZ	徐工机械	314	434	522	21	31	277	0.72	0.60	15.27	10.23	1.14
000157.SZ	中联重科	315	283	341	19	26	375	1.11	0.92	16.26	12.11	0.84
000528.SZ	柳工	110	164	191	9	12	96	0.67	0.58	12.19	9.49	1.15
601100.SH	恒立液压	247	44	51	9	10	44	5.65	4.82	28.97	23.83	5.57
603638.SH	艾迪精密	72	11	15	2	3	10	6.67	4.90	29.90	21.83	7.37
603338.SH	浙江鼎力	174	18	23	5	7	25	9.64	7.57	34.64	26.67	6.87
600984.SH	建设机械	49	24	31	2	4	33	2.07	1.59	21.46	12.19	1.48
600761.SH	安徽合力	77	98	111	5	7	46	0.78	0.69	14.35	11.68	1.66
行业总计/平均		2,194	1,615	1,927	133	177	1,209	1.36	1.14	16.48	12.40	1.81

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 市值截止日期 2019-3-1, 收入与利润预测均来自万得一致估计, A 股单位为人民币亿元



损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	16,891	29,131	43,400	52,206	57,687
销售成本	(13,695)	(23,813)	(36,076)	(43,344)	(47,915)
经营费用	(2,570)	(3,327)	(4,661)	(4,905)	(4,975)
息税折旧前利润	626	1,991	2,662	3,956	4,797
折旧及摊销	(761)	(864)	(1,030)	(1,256)	(1,434)
经营利润(息税前利润)	(135)	1,126	1,632	2,700	3,363
净利息收入/(费用)	55	(318)	146	213	290
其他收益/(损失)	320	298	525	525	525
税前利润	240	1,106	2,304	3,439	4,177
所得税	(23)	(125)	(230)	(344)	(418)
少数股东权益	8	8	16	25	30
净利润	209	1,021	2,057	3,070	3,730
核心净利润	220	974	2,059	3,073	3,732
每股收益(人民币)	0.027	0.130	0.263	0.392	0.476
核心每股收益(人民币)	0.028	0.124	0.263	0.392	0.476
每股股息(人民币)	0.013	0.036	0.079	0.118	0.143
收入增长(%)	1	72	49	20	10
息税前利润增长(%)	(350)	(936)	45	65	25
息税折旧前利润增长(%)	(27)	218	34	49	21
每股收益增长(%)	312	389	102	49	21
核心每股收益增长(%)	(55)	342	111	49	21

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	240	1,106	2,304	3,439	4,177
折旧与摊销	761	864	1,030	1,256	1,434
净利息费用	(55)	318	(146)	(213)	(290)
运营资本变动	1,465	3,627	(1,301)	1,144	(2,221)
税金	(15)	(69)	(230)	(344)	(418)
其他经营现金流	(150)	(2,693)	343	(2,560)	885
经营活动产生的现金流	2,245	3,153	1,999	2,721	3,569
购买固定资产净值	363	180	1,090	1,210	851
投资减少/增加	181	170	500	500	500
其他投资现金流	(1,884)	(1,652)	(1,696)	(2,776)	(1,626)
投资活动产生的现金流	(1,340)	(1,302)	(107)	(1,066)	(275)
净增权益	(105)	(280)	(617)	(921)	(1,119)
净增债务	(1,655)	(3,032)	3,153	459	(1,033)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,059	2,485	(1,082)	801	(57)
融资活动产生的现金流	(701)	(800)	1,507	443	(1,988)
现金变动	204	1,051	3,400	2,098	1,306
期初现金	5,000	4,936	6,940	10,340	12,438
公司自由现金流	905	1,851	1,893	1,655	3,294
权益自由现金流	(805)	(863)	4,899	1,901	1,971

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	5,069	7,175	10,574	12,672	13,978
应收帐款	18,472	18,726	21,058	20,997	22,268
库存	6,644	9,371	8,529	10,597	9,218
其他流动资产	308	908	934	1,280	1,167
流动资产总计	30,492	36,179	41,095	45,547	46,632
固定资产	7,656	7,536	7,683	7,723	7,225
无形资产	1,861	2,041	1,953	1,868	1,782
其他长期资产	1,277	1,425	1,425	1,425	1,425
长期资产总计	10,794	11,001	11,061	11,015	10,432
总资产	43,977	49,770	54,256	59,011	59,431
应付帐款	9,430	13,154	12,900	14,593	11,827
短期债务	4,417	2,583	3,240	3,740	4,953
其他流动负债	5,682	5,167	8,197	7,453	8,904
流动负债总计	19,529	20,905	24,337	25,786	25,684
长期借款	3,957	4,796	5,051	5,825	3,782
其他长期负债	9	14	9	11	11
股本	7,008	7,008	7,834	7,834	7,834
储备	13,474	14,352	16,973	19,477	22,012
股东权益	20,482	21,359	24,806	27,311	29,846
少数股东权益	24	38	54	79	108
总负债及权益	43,977	49,770	54,256	59,011	59,431
每股帐面价值(人民币)	2.61	2.73	3.17	3.49	3.81
每股有形资产(人民币)	2.66	2.76	2.92	3.25	3.58
每股净负债/(现金)(人民币)	0.06	(0.36)	(0.58)	(0.73)	(0.99)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	3.7	6.8	6.1	7.6	8.3
息税前利润率(%)	(0.8)	3.9	3.8	5.2	5.8
税前利润率(%)	1.4	3.8	5.3	6.6	7.2
净利率(%)	1.2	3.5	4.7	5.9	6.5
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8
利息覆盖率(倍)	n.a.	3.5	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	16.8	2.0	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5
估值					
市盈率(倍)	150.6	30.8	15.3	10.2	8.4
核心业务市盈率(倍)	142.6	32.2	15.3	10.2	8.4
市净率(倍)	1.5	1.5	1.3	1.1	1.1
价格/现金流(倍)	14.0	10.0	15.7	11.5	8.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	50.9	14.5	10.1	6.5	4.9
周转率					
存货周转天数	165.1	122.7	90.5	80.5	75.5
应收帐款周转天数	432.1	233.0	167.3	147.0	136.9
应付帐款周转天数	192.1	141.5	109.6	96.1	83.6
回报率					
股息支付率(%)	50.4	27.5	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	1.0	4.9	8.9	11.8	13.1
资产收益率(%)	(0.3)	2.1	2.8	4.3	5.1
已运用资本收益率(%)	0.2	0.9	1.7	2.2	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371