



工程机械行业点评

挖机销量持续超预期，国产品牌市占率提升明显

据挖机行业协会统计，2019年2月挖机行业合计销售18745台，同比增长69%，环比增长59.4%。1-2月合计挖机销量达30501台，同比增长39.9%。我们认为1) 考虑到2月实际自然日少和春节假期因素，2月实际工作日平均销量远超历史平均水平，体现下游需求超预期，景气度在高位延续的态势；2) 国内主机厂市占率明显提升，三一重工2月提升5.95pct，徐工机械2月提升2.6个pct，而同期外资企业市占率均呈下降态势，体现国产挖机得到市场更多认可，验证国内双龙头的成长属性；3) 挖机出口销量持续增长，海外市场势在必行。个股推荐三一重工、恒立液压、徐工机械。

点评

- **2019年挖机销量开门红，远超市场预期。**2019年2月挖机行业合计销售18745台，同比增长69%，环比增长59.4%，单月销量大超预期。考虑到新年假期因素，我们认为1-2月合计销量更能体现年初下游真实需求，1-2月合计销量30501台，同比增长39.91%。同时我们预测3月份作为全年最高月份（销量占比20%左右），有望持续增长，奠定全年需求高位的总基调。
- **国产挖机市占率快速提升，市占率已成为国内主机厂的重要战略指标。**三一重工2月销量5060台，同比增长116%，市占率达27%，同比提升5.95pct；徐工机械2月销量达2187台，同比增长117%，市占率达11.67%，同比提高2.6pct。于此同时，外资品牌CAT、小松、斗山、日立、现代、和沃尔沃2月销量市占率同比分别降低2.46pct、1.31pct、0.32pct、1.76pct、2.11pct和0.05pct。我们分析原因包括：1) 国内挖机产品技术水平持续提高，市场认可度大幅提高，市场竞争力（价格）已超过韩系品牌，逼近美日品牌；2) 国内主机龙头公司销售渠道布局完善，营销模式相对灵活，营销手段多元化，市场开拓成效显著；3) 2018年同期国内主机厂受到液压件等核心零部件的供应瓶颈限制，影响同期销量基数。
- **挖机出口销量高增长，海外市场进一步开拓。**根据协会此前统计数据，2018年全年挖机出口销量为19100台，同比增长127.4%，增速远超国内市场增速。2018年国内25家主机厂出口占比为9.4%，出口占比有望持续提升。2019年海外市场值得关注，国内龙头企业海外早已布局，在国内产能供给压力减小的背景下，海外市场已成为国内主机厂的战略目标。
- **核心推荐个股：三一重工、徐工机械、恒立液压。**三一重工：1) 周期景气度延续：1季度挖机行业增速有望再超预期，体现下游景气度仍高；2) 成长性：龙头公司销量远超行业增速，市占率快速提升，起重机、泵车接力增长；3) 我们预计2019Q1收入增长有望超过25%，利润增速有望达到50%。徐工机械：1) 起重机龙头，市占率稳定在50%左右；2) 国企混改在加速；3) 历史包袱出清，业绩快速释放。恒立液压：1) 油缸产品满产满销，市占率小幅提升；2) 中大挖泵阀、回转马达贡献新产品收入翻倍增长；3) 成本控制能力强，净利率水平进一步提升。
- **个股推荐组合：**三一重工、恒立液压、徐工机械。

风险提示

- 基建加码不及预期，挖机需求量大幅下滑。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械行业

杨绍辉*

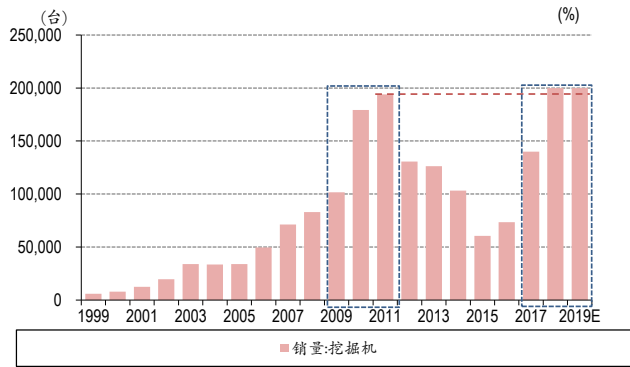
(8621)20328569

Shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

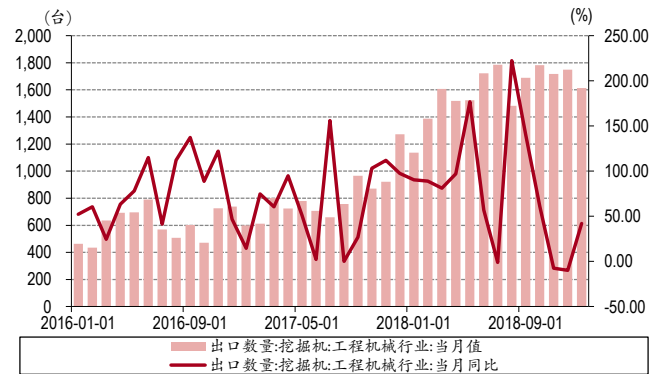
*陈祥为本报告重要贡献者

图表 1. 近 2 年挖机销量处于历史高位



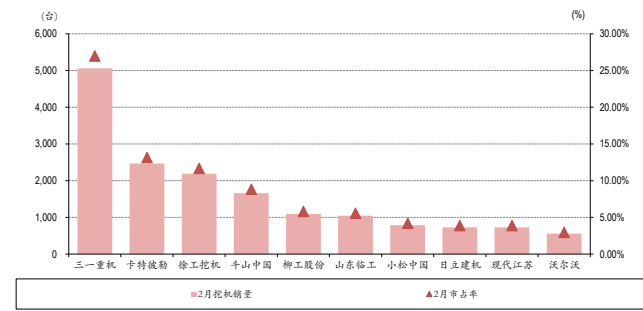
资料来源: 万得, 工程机械协会, 中银国际证券

图表 2. 挖机出口销量持续增长



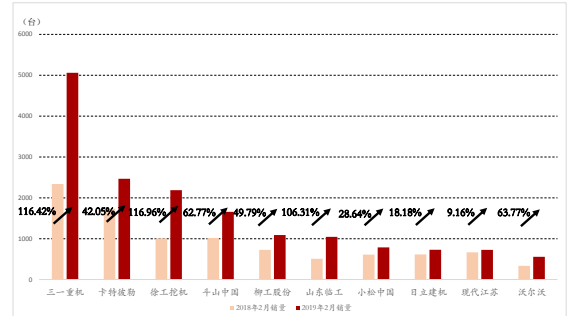
资料来源: 万得, 工程机械协会, 中银国际证券

图表 3. 前十大主机厂 2 月销量及市占率



资料来源: 万得, 工程机械协会, 中银国际证券

图表 4. 三一、徐工 2 月销量增速远超行业增速



资料来源: 万得, 工程机械协会, 中银国际证券

附录图表 3. 报告中提及上市公司估值表

公司简称	股票代码	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
三一重工	600031.SH	买入	11.22	875.40	0.27	0.78	41.6	14.4	3.84
恒立液压	601100.SH	买入	29.55	260.63	0.43	0.97	68.7	30.5	5.03
徐工机械	000425.SZ	买入	4.20	329.01	0.14	0.26	30.0	16.2	3.19

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日为 2019 年 3 月 7 日。



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士，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