

## 机械设备

**工程机械：三一破 1000 亿市值，后工业化时代龙头有望持续创新高**
**评级：增持（维持）**

分析师：朱荣华

执业证书编号：S0740518070010

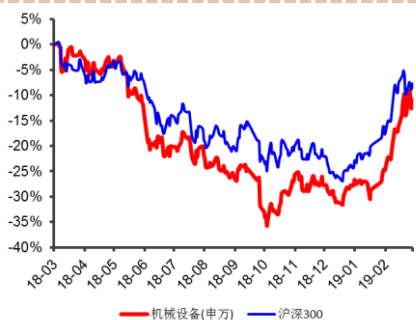
Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

研究助理：赵晋

Email: zhaojin@r.qlzq.com.cn

**机械行业基本状况**

上市公司数	327
行业总市值(百万元)	2,111,183.5
行业流通市值(百万元)	1,566,372.6

**机械行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1、行业深度：《挖掘机年度总结：2018 年创历史新高，2019 年能否再创辉煌？》2018.1.14
- 2、年度策略《中泰证券 2019 年机械行业投资策略：探寻星光，静待黎明》2018.12.26
- 3、行业深度《工程机械：栉风沐雨，玉汝于成——中泰机械“精品研究”系列之一》-2017.8
- 4、公司深度：《三一重工（600031）：工程机械龙头：王者归来！受益一带一路、军民融合；对标美国卡特彼勒》-2017.5
- 5、公司深度：《徐工机械（000425）：汽车起重机龙头，业绩有望超预期。受益“一带一路”、PPP、国企改革》-2017.4
- 6、公司深度：《恒立液压（601100）：液压系统龙头：新产品高端泵阀逐步放量；受益工程机械、盾构机等下游景气向上》

**重点公司基□状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
三一重工	12.99	0.27	0.80	1.18	1.38	48	16	11	9	0.35	买入
徐工机械	4.58	0.13	0.26	0.41	0.47	35	18	11	10	0.32	买入
恒 液压	33.9	0.43	1.03	1.32	1.55	78	33	26	22	1.13	买入
中联重科	4.63	0.17	0.21	0.28	0.35	-	22	17	13	0.57	买入

备注

**投资要点**

- **三一市值创新高的深层次原因：中国逐渐步入后工业化时代，龙头效应凸显**
  - 1) 我国经济逐步步入后工业化时期，从人均 GDP 和城市化率水平来看，我国将于 2020 年达到发达国家 20 世纪 70 年代水平。
  - 2) 后工业化时代：经济增速回落。进入后工业化时代，我国经济增速下台阶，未来很长一段时间有望保持中高速运行。
  - 3) 后工业化时期：存量经济中产业集中度提升，制造业龙头盈利能力增强。制造业龙头企业具有更高的经营效率、更低的经营成本、更好的品牌和更高的市场占有率，通过扩张 ROE 不断提升，盈利能力和稳定性得到显著改善，并且 ROE 提升会带来股票更好的市场表现。
- **工程机械：2019 年年初销量继续超市场预期**
  - 1) 2019 年 1-2 月工程机械产品销售持续超预期，根据中国工程机械协会的数据，2019 年 1-2 月共计销售挖掘机 30501 台，同比涨幅 39.9%。其中 1 月销量 11756 台（同比+10.0%），2 月销量 18745 台（同比+68.7%）大超预期。
  - 2) 根据中泰挖掘机预测模型，我们预计 2019 年销量有望达 21 万台以上。
  - 3) 核心零部件（液压件）2019 年仍处于供应紧张状态。
- **下游：基建托底经济、投资增速反弹，房地产 2019 年不悲观**
  - 1) 2019 年初基建投资增速触底反弹。2019 年 1-2 月，基建投资完成额同比增长 4.3%触底反弹。宏观经济走弱，基建维稳需求预期不断提升。乡村振兴（基建投资）延长工程机械景气周期。
  - 2) 下游房地产投资：2018 年全年超预期，2019 年亦勿需悲观。2018 年，全国房地产开发投资完成额达 110083 亿元，全年增速 9.5%，2019 年 1-2 月开发投资额增速进一步提升，同比增长 11.6%。
- **国产龙头份额、盈利能力提升，现金流好转，资产质量改善。**
  - 1) 国内龙头市场份额持续提升，三一稳居市占率首位。2018 年国产品牌前三分别为：三一重工 23.07%，徐工 11.51%和柳工 7.02%，2019 年 2 月三一市占率进一步提升至 27%。
  - 2) 受益于上游成本下降，主机厂商产品毛利率有望进一步抬升，资产减值损失影响将逐步减小。国内的主机厂家经营性现金流继 2017 年开始大幅出现好转后，2018 年继续稳步提升。
- **投资建议：我们坚定看好后工业化时期装备制造制造业龙头表现，看好国产主机厂龙头和零部件龙头，推荐——三一重工、徐工机械、柳工、恒立液压、艾迪精密。**三一重工、徐工集团、柳工分别位居国内挖掘机内资品牌前 3 名，恒立液压、艾迪精密为挖掘机配套液压油缸和泵阀、破碎锤和液压泵阀马达等，具有很好的成长性。
- **风险提示：基建及房地产投资低于预期风险、宏观政策调控风险、行业竞争加剧、原材料价格波动风险。**

## 内容目录

一、三一市值创新高的深层次原因：中国逐渐步入后工业化时代.....	- 5 -
1. 我国逐步迈入后工业化时代.....	- 5 -
2. 后工业化时代：行业结构改善龙头崛起.....	- 6 -
1) 经济增速下台阶，未来很长一段时间有望保持中高速运行.....	- 6 -
2) 制造业板块龙头企业的市占率提升，盈利能力提升.....	- 7 -
二、工程机械：2019 年年初销量继续超市场预期.....	- 9 -
1. 2019 年 1-2 月工程机械产品销售持续超预期.....	- 9 -
2. 根据模型预测，预计 2019 年挖机销量有望达 21 万台以上.....	- 10 -
3. 核心零部件（液压件）：2018-2019 年仍处于供应紧张状态.....	- 11 -
三、下游：基建托底经济、投资增速反弹，房地产 2019 年不悲观.....	- 12 -
1. 基建托底经济，投资增速触底反弹.....	- 12 -
2. 下游房地产投资：2018 年全年超预期，2019 年亦无需悲观.....	- 13 -
四、国产龙头份额、盈利能力提升，现金流好转，资产质量改善.....	- 14 -
五、投资建议：坚定看好后工业化时代装备制造业龙头.....	- 16 -
1. 三一重工（600031）：工程机械龙头，强者恒强.....	- 16 -
2. 恒立液压（601100）：液压系统龙头，高端泵阀开始突破.....	- 16 -
3. 徐工机械（000425）：国企龙头，估值具备较高安全边际.....	- 16 -
六、风险提示.....	- 18 -

## 图表目录

图表 1: 发达经济体产业结构 (美国)	- 5 -
图表 2: 新兴经济体产业结构 (中国)	- 5 -
图表 3: 各国人均 GDP 及达到约 10000 美元的时间	- 5 -
图表 4: 各国城市化率水平及达到 70% 的时间	- 5 -
图表 5: 发达国家 1960-1970 年代 GDP 增速回落	- 6 -
图表 6: 韩国台湾 GDP 增速从 1980 年开始下滑	- 6 -
图表 7: 我国 GDP 增长情况, 经济未来有望保持中高速运行	- 6 -
图表 8: 美国标普 500 在 1980-2000 年快速上涨	- 7 -
图表 9: 日本日经 225 在 1970-1990 年快速上涨	- 7 -
图表 10: 美国装备制造业龙头营收及毛利率	- 7 -
图表 11: 美国装备制造业龙头 ROE 水平	- 7 -
图表 12: 卡特彼勒与约翰迪尔的营收增长情况	- 8 -
图表 13: 卡特彼勒与约翰迪尔的净利润增长情况	- 8 -
图表 14: 美国后工业化时期卡特彼勒股价表现	- 8 -
图表 15: 美国后工业化时期约翰迪尔股价表现	- 8 -
图表 16: 2019 年 1-2 月挖掘机销量超预期, 同比增长 40%	- 9 -
图表 17: 2018 年挖掘机销量创历史新高, 2019 年 1-2 月继续创新高	- 9 -
图表 18: 汽车起重机月度数据, 2019 年初超预期增长	- 9 -
图表 19: 挖掘机月度数据, 2019 年初超预期增长	- 9 -
图表 20: 中泰挖掘机预测模型: 5 种情景挖掘机销量预测推演	- 10 -
图表 21: Case 2: 假设 2018-2020 年挖掘机真实使用量保持 73.58 万台	- 10 -
图表 22: Case 2: 则可反推出 2018-2020 年挖掘机的存量	- 10 -
图表 23: Case 2: 可推算 2017-2020 年挖掘机表观消费量	- 11 -
图表 24: Case 2: 协会销量=挖掘机表观消费量+出口量-进口量	- 11 -
图表 25: 2019 年 2 月, 基建投资增速触底反弹	- 12 -
图表 26: 2019 年 1-2 月国内房地产开发投资完成额累计同比增速达 11.6%	- 13 -
图表 27: 2019 年 1-2 月国内累计房屋新开工面积同比增速达 6%	- 13 -
图表 28: 2019 年 1-2 月全国商品房销售额增速%	- 13 -
图表 29: 2019 年 1-2 月全国商品房销售面积增速%	- 13 -
图表 30: 国产品牌挖掘机市占率不断提升	- 14 -
图表 31: 企业毛利率/净利率有望进一步回升	- 15 -
图表 32: 资产减值损失已充分计提	- 15 -
图表 33: 三一重工现金流 2018 年前三季度续创历年新高	- 15 -

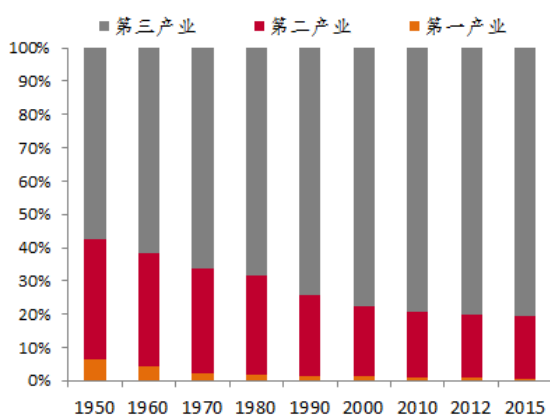
图表 34: 主要公司估值比较..... - 16 -

## 一、三一市值创新高的深层次原因：中国步入后工业化时代

### 1. 我国逐步迈入后工业化时代，装备制造业龙头盈利效应加速

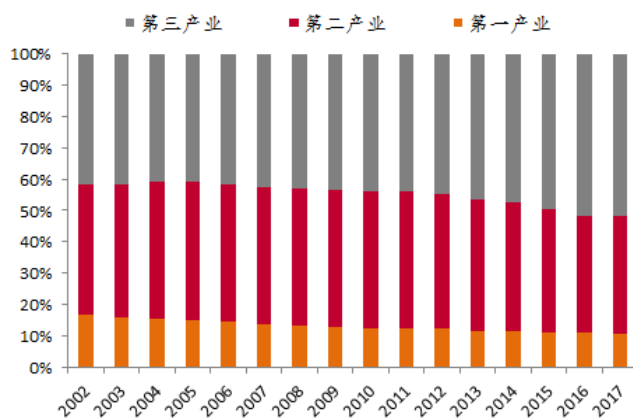
- **我国经济逐步步入后工业化时期。**后工业化是指一个国家服务业的产值和就业超过工业和农业。从中国的季度数据来看，2013年起中国第三产业对GDP贡献上升、第二产业下降，并且分化程度进一步扩大，说明中国经济逐步进入后工业化。从国际比较来看，美国私人投资中制造业投资的比例从20世纪60年代后期见顶回落，对比来看当前中国的经济发展阶段已经对应于美国20世纪70年代前期的水平。

图表 1: 发达经济体产业结构 (美国)



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

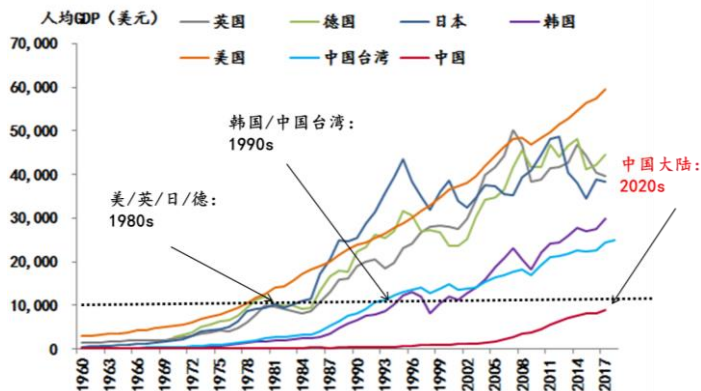
图表 2: 新兴经济体产业结构 (中国)



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

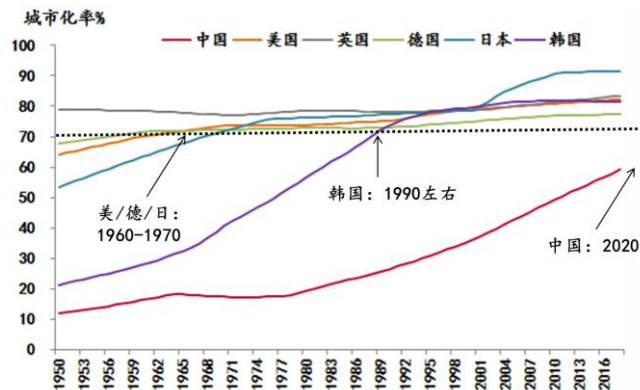
- **从人均GDP和城市化率水平来看，我国将于2020年达到发达国家20世纪70年代的水平。**一个国家进入后工业化时代可以用人均GDP和城市化率等数据来验证。美英德日等国在20世纪70年代前后达到人均GDP 10000美元，步入后工业化时期，韩国和中国台湾在20世纪90年代达到，预计我国将在2020年后达到。从城市化率来看，美英发达国家更早进入70%城市化率，韩国在1990年左右。综合以上指标，我国将于2020年达到发达国家1970年前后经济发展水平，步入后工业化。

图表 3: 各国人均GDP及达到约10000美元的时间



来源: wind, 世界银行, 中泰证券研究所整理

图表 4: 各国城市化率水平及达到70%的时间



来源: wind, 世界银行, 中泰证券研究所整理

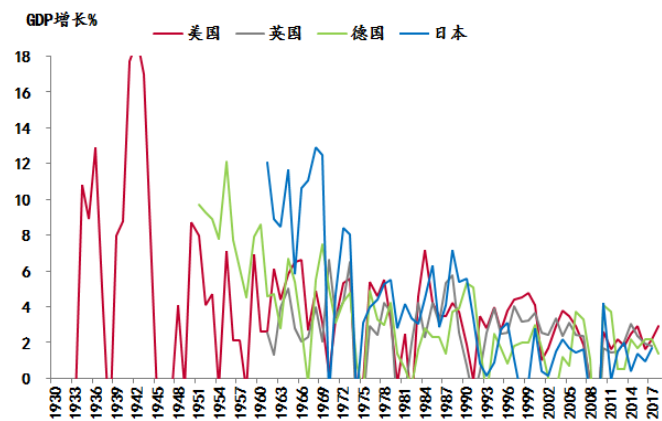


2. 后工业化时代：行业结构改善龙头崛起

1) 经济增速下台阶，未来很长一段时间有望保持中高速运行

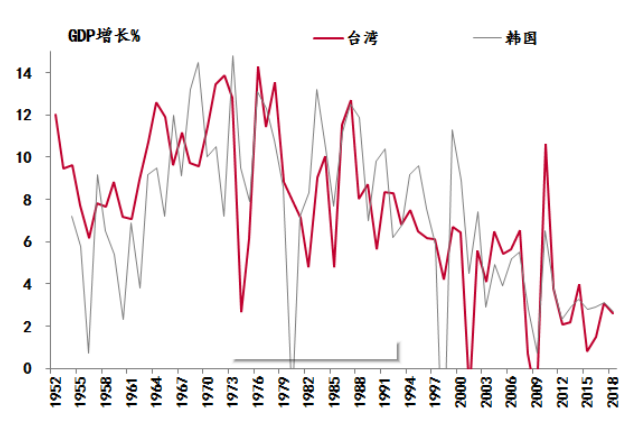
- 进入后工业化时代，各国经济增长逐渐放缓。美英德等发达国家在 20 世纪 60 年代 GDP 增速回落，日本则在 70 年代大幅下滑，韩国和中国台湾 GDP 增速在 80 年代开始一直下滑到目前的 3% 左右。我国经济增速下台阶，未来很长一段时间有望保持中高速运行。中国 2018 年 GDP 增速为 6.6%，而我国政府采取的逆周期调节政策有望使我国经济未来一段时间保持中高速运行。

图表 5：发达国家 1960-1970 年代 GDP 增速回落



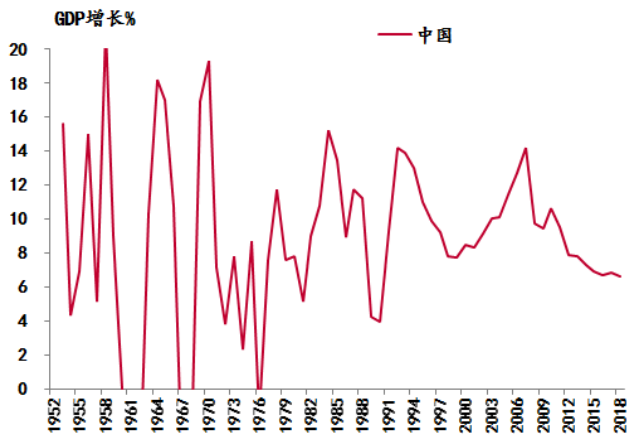
来源：wind, 世界银行，中泰证券研究所整理

图表 6：韩国台湾 GDP 增速从 1980 年开始下滑



来源：wind, 世界银行，中泰证券研究所整理

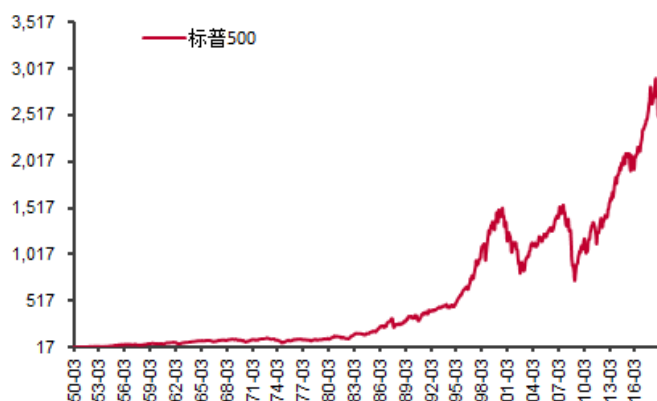
图表 7：我国 GDP 增长情况，经济未来有望保持中高速运行



来源：wind，中泰证券研究所

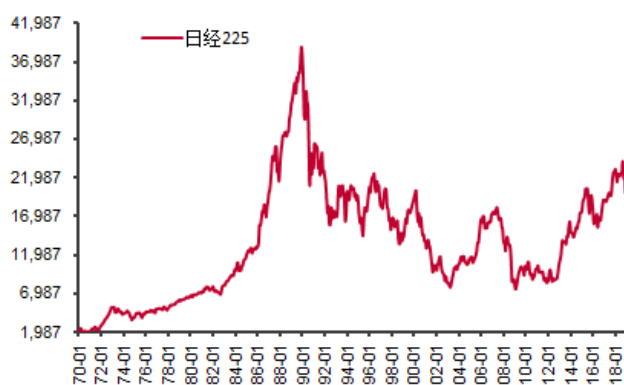
- 后工业时期虽然经济总量增长放缓但股票市场迎来景气度高涨。以美国和日本为例，美国后工业时期股票市场 1980-2000 年迎来牛市，标普 500 指数从 114 点上涨到 1320 点，增长 12 倍，年化收益率接近 13%。而同期美国 GDP 增速从 1978 年的 13% 下降到最低 1991 年的 3.3%。同样的日本工业化后期股票市场的大牛市出现在 1970-1989 年，日经 225 指数上涨 17 倍，年化收益率 15%。而同期经济增速从 1973 年的 21.8% 下降到 1989 年的 7.7%。

图表 8: 美国标普 500 在 1980-2000 年快速上涨



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所整理

图表 9: 日本日经 225 在 1970-1990 年快速上涨

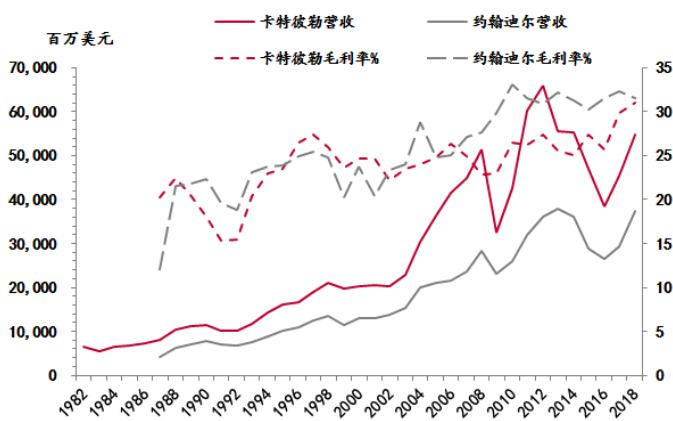


来源: Bloomberg, 中泰证券研究所整理

## 2) 制造业板块龙头企业的市占率提升, 盈利能力提升

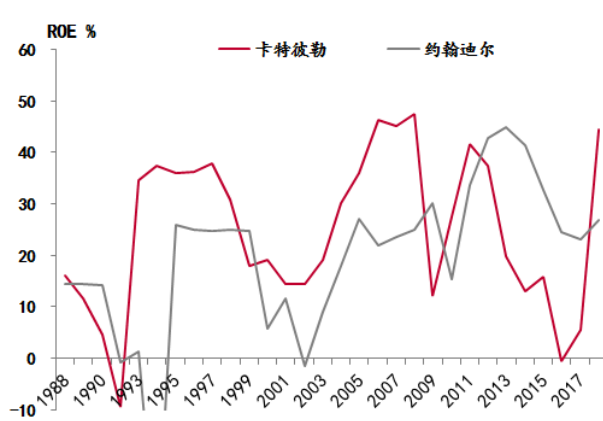
- 进入后工业化时代, 存量经济中产业龙头集中度和盈利能力提升。进入后工业化阶段, 伴随着经济增长速度下移, 产业不断升级, 经济增长从速度型向效益型转向, 很多传统行业进入成熟期, 也是行业集中度迅速提升的时期, 龙头企业的市场份额快速提升。龙头企业具有更高的经营效率、更低的经营成本、更好的品牌、更好的市场占有率, 通过扩张 ROE 不断提升, 盈利能力和稳定性也得到显著改善。
- 以美国装备制造业龙头卡特彼勒和约翰迪尔为例, 在美国 20 世纪 70 年代开始步入后工业时期开始, 两家公司营收、净利润和 ROE 不断增长。从 1987 年之后 30 年两家公司毛利率提升 10pct, ROE 水平虽历经波动, 但趋势向上, 卡特彼勒的 ROE 从初步进入后工业化时期的 1988 年 15% 增长到 1998 年 40%。

图表 10: 美国装备制造业龙头营收及毛利率



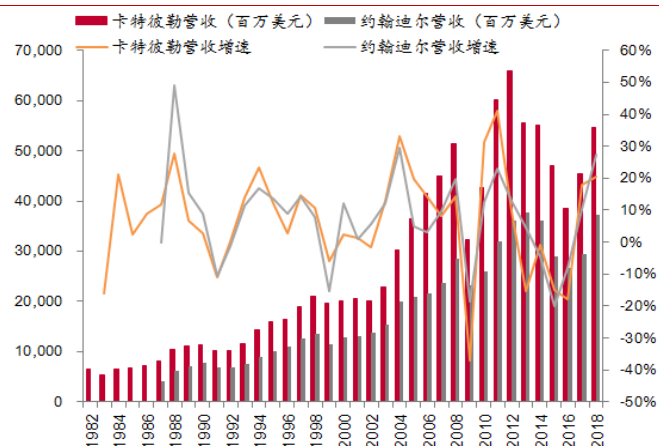
来源: Bloomberg, 中泰证券研究所整理

图表 11: 美国装备制造业龙头 ROE 水平

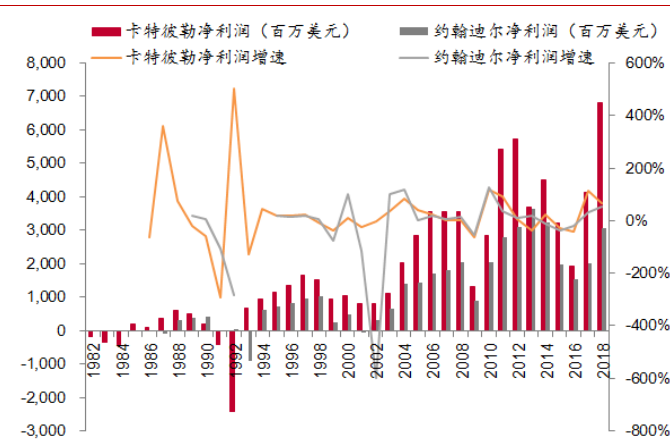


来源: Bloomberg, 中泰证券研究所整理

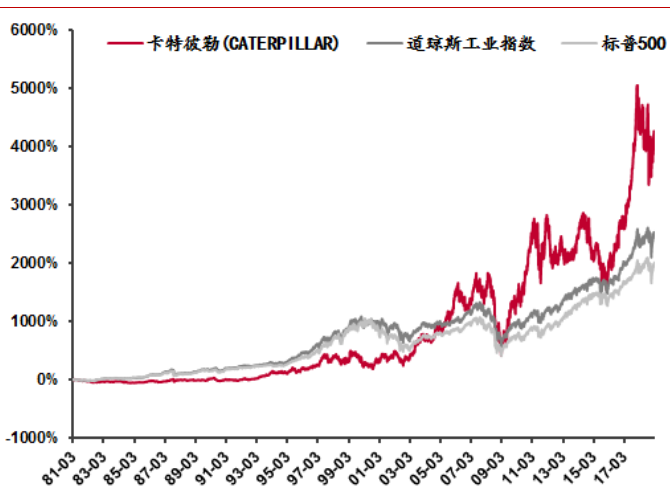
- 龙头企业 ROE 提升, 戴维斯双击带来股票更好的市场表现。进入后工业化时期后, 虽然整个经济的增速是下行的, 龙头企业的 ROE 提升, 盈利能力增强, 在资本市场有望得到更多资金的青睐, 在市场上会有更好的表现。

**图表 12: 卡特彼勒与约翰迪尔的营收增长情况**


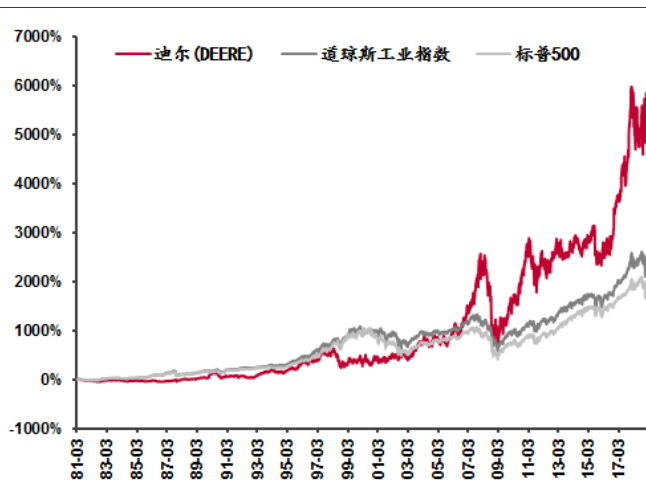
来源: Bloomberg, 中泰证券研究所整理

**图表 13: 卡特彼勒与约翰迪尔的净利润增长情况**


来源: Bloomberg, 中泰证券研究所整理

**图表 14: 美国后工业化时期卡特彼勒股价表现**


来源: Bloomberg, 中泰证券研究所整理

**图表 15: 美国后工业化时期约翰迪尔股价表现**


来源: Bloomberg, 中泰证券研究所整理

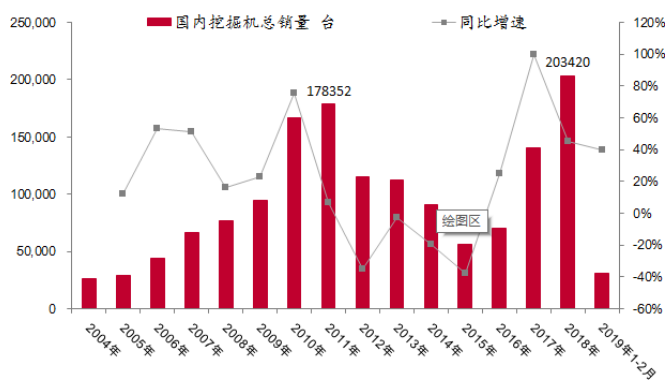


## 二、工程机械：2019 年年初销量继续超预期

### 1. 2019 年 1-2 月工程机械产品销售持续超预期

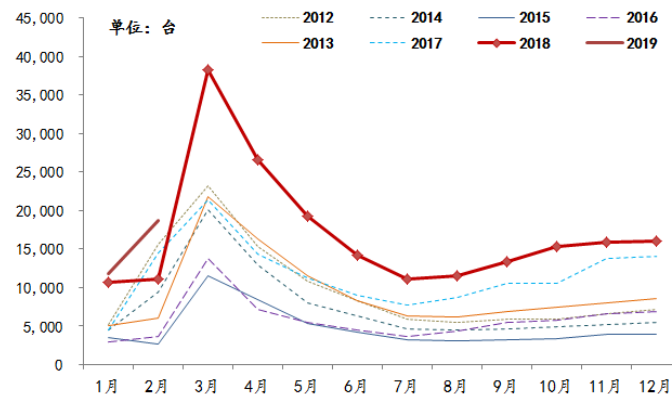
- **2019 年 2 月挖机销量大超预期。**根据中国工程机械工业协会，2019 年 1-2 月纳入统计的 25 家主机制造企业，共计销售各类挖掘机械产品 30501 台，同比涨幅 39.9%。其中 1 月销售 11756 台，同比涨幅 10.0%。2 月销售 18745 台，同比涨幅 68.7%大超预期。
- **2018 年挖机销量创历史新高。**2018 年全年挖机销量 203420 台，同比涨幅 45.0%。国内市场销量(不含港澳台)184190 台，同比涨幅 41.1%。出口销量 19100 台，同比涨幅 97.5%。

**图表 16: 2019 年 1-2 月挖掘机销量超预期, 同比增长 40%**



来源：工程机械协会，中泰证券研究所

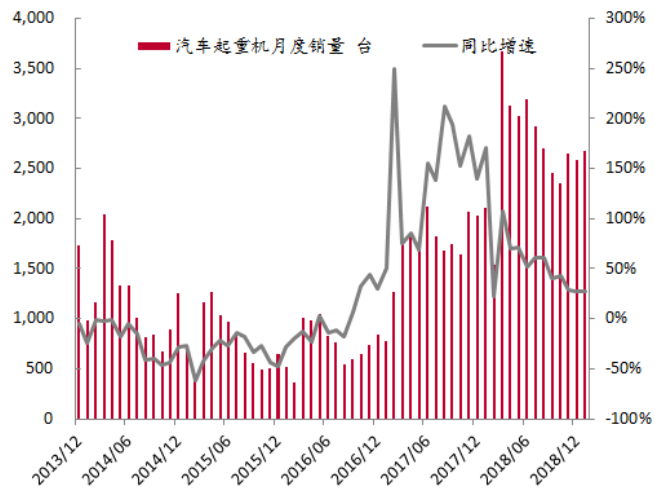
**图表 17: 2018 年挖掘机销量创历史新高, 2019 年 1-2 月继续创新高**



来源：工程机械协会，中泰证券研究所

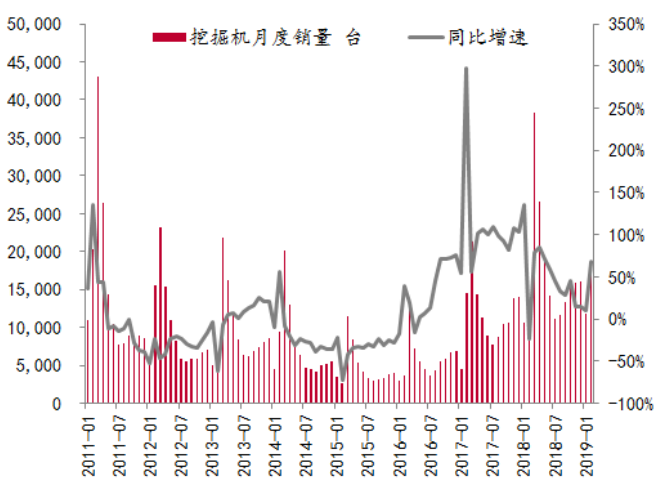
- **2019 年 1-2 月起重机、混凝土机械等销量同样高增长。**根据工程机械协会，起重机：汽车起重机 1-2 月份超预期增长，增速超 55%；桩工机械：以旋挖钻为例，1-2 月份累计增长近 50%；混凝土机械：泵车 1-2 月份翻倍增长，搅拌站、搅拌车具 40-50%增速，我们对全年销量保持乐观。

**图表 18: 汽车起重机月度数据, 2019 年初超预期增长**



来源：工程机械协会，中泰证券研究所

**图表 19: 挖掘机月度数据, 2019 年初超预期增长**

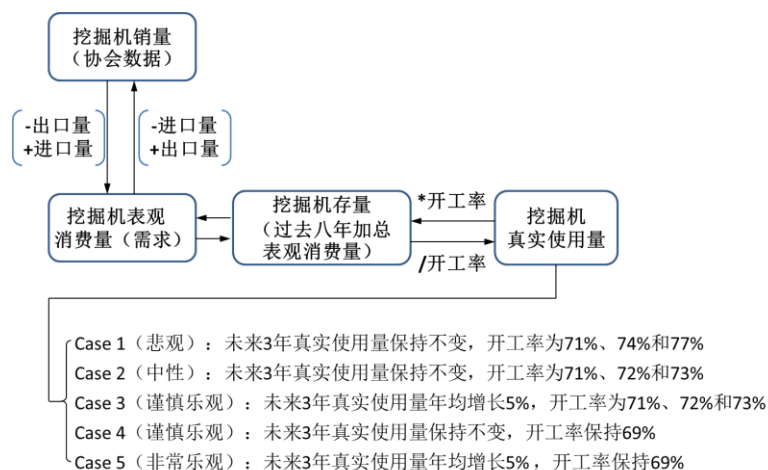


来源：工程机械协会，中泰证券研究所

2. 根据模型预测，预计 2019 年挖机销量有望达 21 万台以上

- 根据中泰挖掘机预测模型，我们预计 2019 年销量有望达 21 万台以上。2010-2011 年挖掘机表观消费量处于历史高峰，经过 8 年的周期（挖掘机寿命 8 年左右），我们判断挖掘机有望在 2018-2019 年迎来更换高峰期。
- 我们在 2017 年 8 月工程机械深度报告《工程机械：栉风沐雨，玉汝于成》中详细分析过挖掘机市场前景。根据中泰挖掘机预测模型，我们假设了 5 种情形，测算未来 3 年挖掘机销量数据，我们对 2018 年、2019 年挖掘机销量增长保持乐观。其中第 2 种中性预测摘要如下。

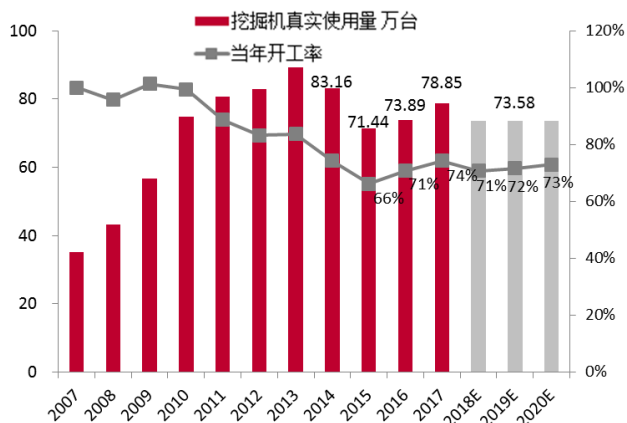
图表 20：中泰挖掘机预测模型：5 种情景挖掘机销量预测推演



来源：中泰证券研究所整理

- **Case 2 (中性)**：我们假设挖掘机寿命为 8 年，8 年全部淘汰。如果保守假设 2018-2020 年挖掘机真实使用量不下降，为 73.58 万台，开工率维持在 71%、72%、73%，则 2018-2020 年挖掘机的表观消费量需求将达 19.55、20.35、14.59 万台（挖掘机表观消费量=协会销量-出口量+进口量），可推演出 2018-2020 年挖掘机销量将达 20.0、21.32、16.09 万台。

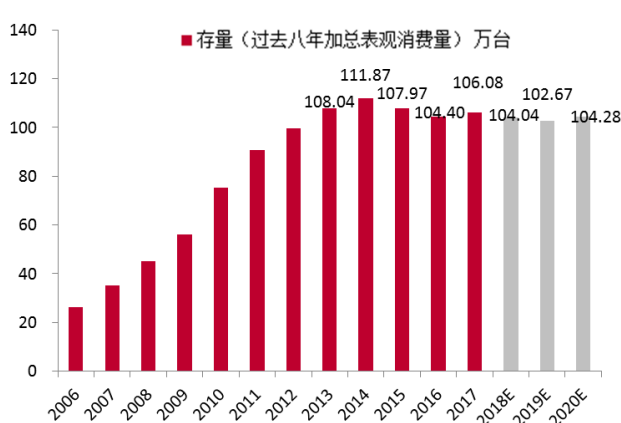
图表 21：Case 2：假设 2018-2020 年挖掘机真实使用量保持 73.58 万台



来源：中泰证券研究所整理

注：挖掘机真实使用量=存量\*当年开工率

图表 22：Case 2：则可反推出 2018-2020 年挖掘机的存量

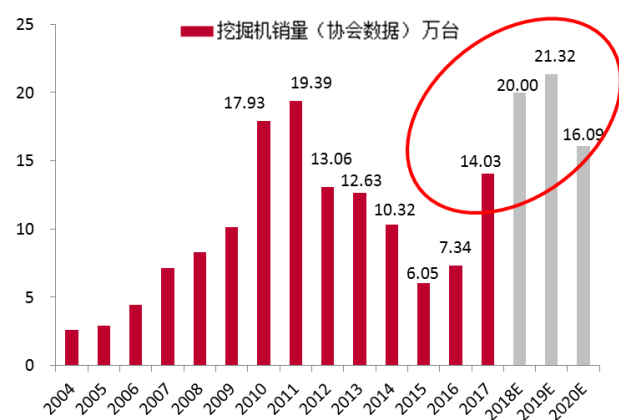


来源：中泰证券研究所整理

注：存量=挖掘机真实使用量/当年开工率

**图表 23: Case 2: 可推算 2017-2020 年挖掘机表观消费量**


来源：中泰证券研究所整理

**图表 24: Case 2: 协会销量=挖掘机表观消费量+出口量-进口量**


来源：中泰证券研究所整理

### 3. 核心零部件（液压件）：2018-2019 年仍处于供应紧张状态

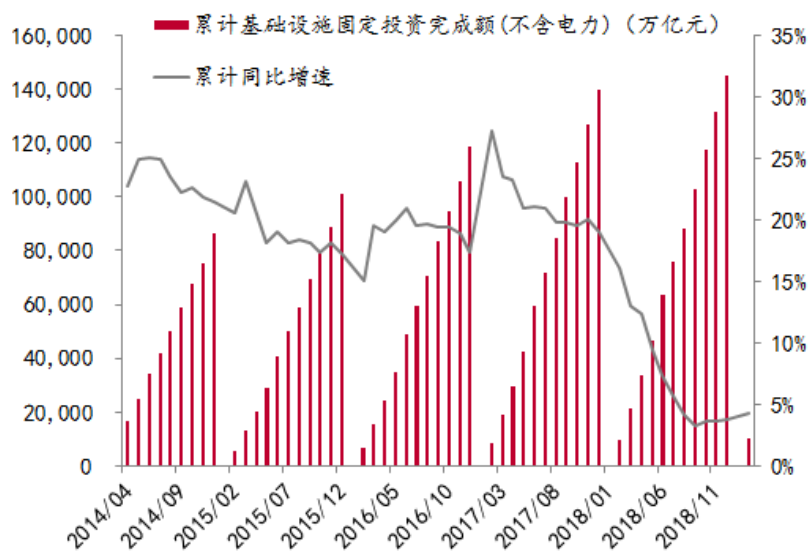
- 2018 年工程机械核心零部件厂家取得了和主机厂家同样出色的业绩。以恒立液压为例，2018 年 3 季度，恒立液压营业收入为 31.6 亿，同比增长 55.9%，净利润 7.2 亿，同比增长 160.4%，毛利率达到 35.9%，同比提升 4.5pct。
- 2017 年以来，挖掘机、盾构机、高空作业平台等销量高速增长使得国内液压件供不应求，而外资品牌不扩产、卡特彼勒关闭其在日本的泵阀工厂，导致供给紧张。预计国内工程机械核心液压泵阀在 2019 年持续处于供应紧张状态。

### 三、下游：基建托底经济、投资增速反弹，房地产 2019 年不悲观

#### 1. 基建托底经济，投资增速触底反弹

- **2019 年初基建投资增速触底反弹。**2018 年基建投资受地方债务清理和财政支出回落的影响下，增速出现了大幅下滑，2019 年 1-2 月，基建投资完成额同比增长 4.3%。2018 年前三季度，中铁建、中交建、中国建筑等建筑央企累计新签订单增速仍处低位。但 **2018 年三季度开始，发改委的审批进度明显加快**，我们预计 2019 年基建新项目有望加速释放，带动投资增速企稳回升。

**图表 25: 2019 年 2 月，基建投资增速触底反弹**



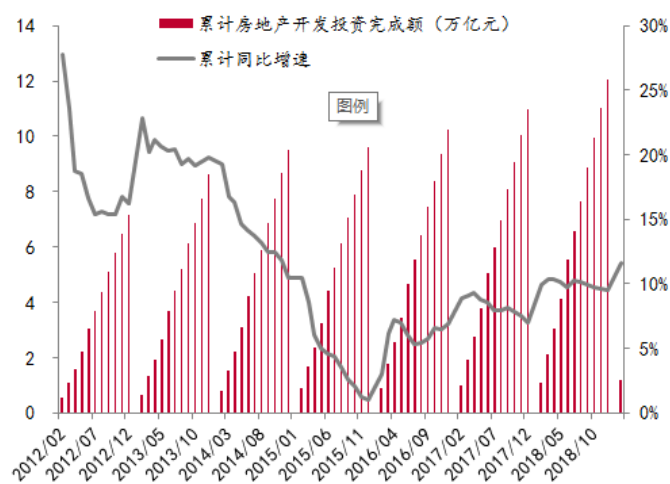
来源: wind, 中泰证券研究所

- **宏观经济走弱，基建维稳需求预期不断提升。**2018 年 12 月 21 日闭幕的中央经济工作会议定调“逆周期调节”，稳增长系列政策信号加强。我们认为，在相关政策不断细化落地、基建项目审批加快及专项债发行提速等作用下，2019 年基建投资增速将企稳回升。在基建“补短板”（加强西部建设+乡村振兴）和地方专项债发行提速的助力下工程机械板块将逐步企稳。
- **乡村振兴（基建投资）延长工程机械景气周期。**2018 年 9 月，中共中央政治局召开会议审议了《乡村振兴战略规划（2018~2022 年）》，标志乡村振兴这一重大战略全面进入落地实施期。“乡村振兴”为农村基建提供增量项目，延长工程机械景气周期。加强农村基础设施建设，农村水利工程、公路硬化加宽等项目都有望加快进度，对以挖机为代表的工程机械销量具有拉动作用。假设一个乡镇中小挖机的需求量在 5 台左右，全国 34170 个乡镇对挖机的需求量就有 15-20 万台，相当于目前的年销量。我们判断随着乡村振兴计划的实施，工程机械的景气周期将有望进一步延长。

## 2. 下游房地产投资：2018 年全年超预期，2019 年亦勿需悲观

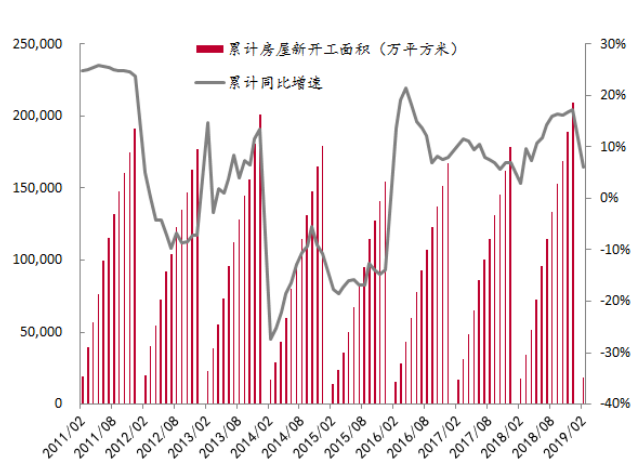
- 国内房地产开发投资完成额持续高速增长。**2018 年，全国房地产开发投资完成额达 110083 亿元，全年增速 9.5%，累计房屋新开工面积同比增速达 17.2%。2019 年 1-2 月开发投资额增速进一步提升，同比增长 11.6%，累计房屋新开工面积同比增速有所回落为 6.0%。

**图表 26：2019 年 1-2 月国内房地产开发投资完成额累计同比增速达 11.6%**



来源：wind，中泰证券研究所

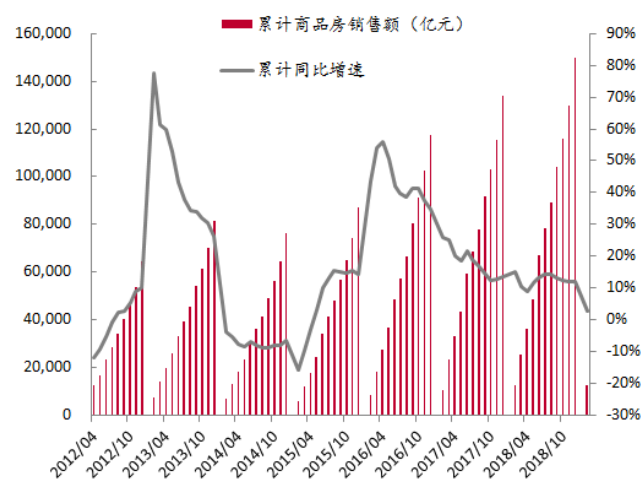
**图表 27：2019 年 1-2 月国内累计房屋新开工面积同比增速达 6%**



来源：wind，中泰证券研究所

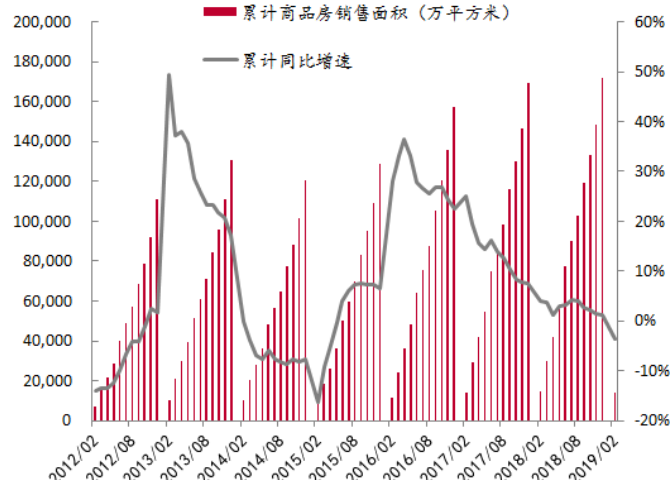
- 房地产投资未来不悲观：2018 年商品房销售面积及销售额创历史新高，2019 年增速回落。**商品房销售面积在 2017 年达到历史销售高峰后，2018 年续创历史新高。2018 年商品房销售额 15 万亿，同比增长 12.2% 创历史新高。同期全国房屋新开工面积达 209342 万平方米，增速达 17.2%。在分拆考虑土地投资增速与建安投资增速的前提下，我们认为 2019 年的房地产开发投资还是有可能保持正增长的态势，初步估计在同比增长 0-5% 左右。

**图表 28：2019 年 1-2 月全国商品房销售额增速%**



来源：wind，中泰证券研究所

**图表 29：2019 年 1-2 月全国商品房销售面积增速%**



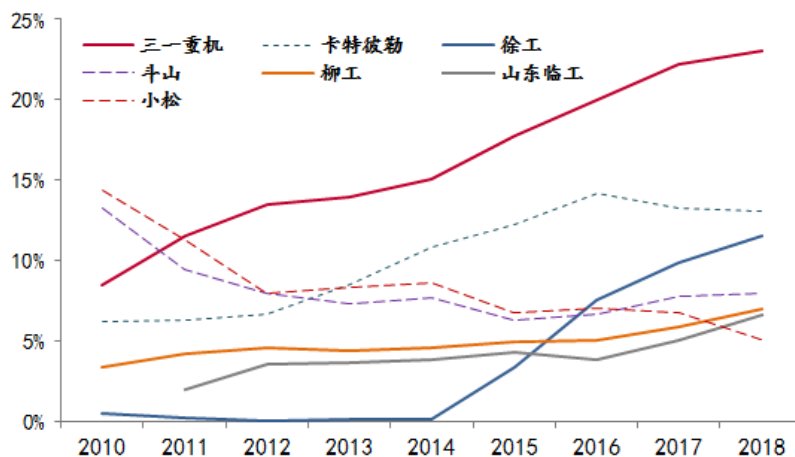
来源：wind，中泰证券研究所



#### 四、国产龙头份额、盈利能力提升，现金流好转，资产质量改善

- **国产挖机占比持续提升。**根据工程机械协会数据，2018 年国产/日系/欧美/韩系挖掘机市占率分别为 56.2%/15.2%/17.1%/11.5%，同比 +4.4/-5.1/-0.2/+0.9pct。2007 年国产品牌挖机市占率为 18%，到 2018 年提高到 56%。国产品牌市占率在逐年提高，而外资品牌如卡特彼勒和小松近 3 年出现了较大幅度的下滑。
- **国内龙头市场份额持续提升，三一稳居市占率首位。**2018 年国产品牌前三分别为：三一重工 23.07%，徐工 11.51%和柳工 7.02%，**2019 年 2 月，三一市占率进一步提升达到 27%**。受益技术和品质提升，国产品牌正体现出除销售渠道、客户服务外的产品优势。我们认为随着国产品牌产品线的完善、供应链的健全，2019 年国产挖机市场份额将继续提升，并且以挖机为代表的工程机械产业链份额有望持续提升。

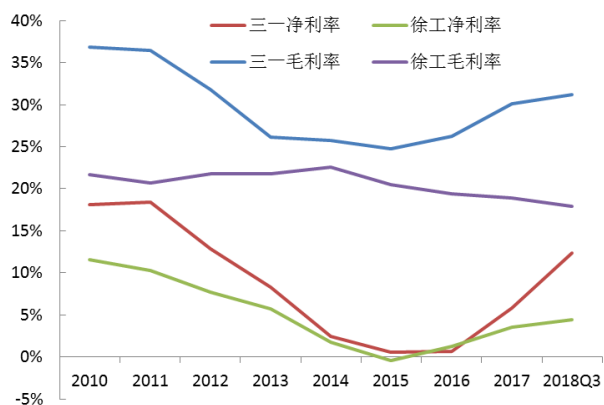
**图表 30：国产品牌挖掘机市占率不断提升**



来源：工程机械协会，中泰证券研究所整理

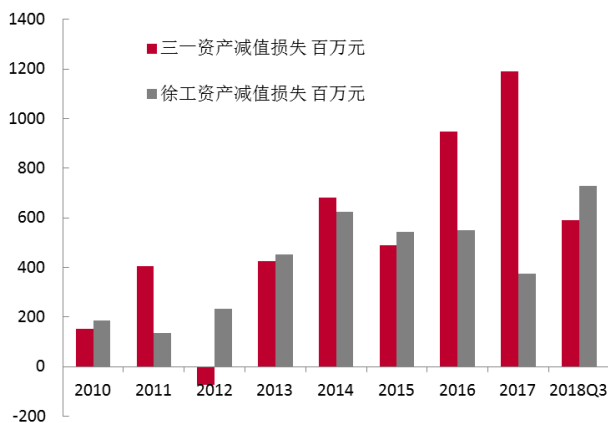
- **受益于上游成本下降，主机厂商产品毛利率有望进一步抬升：**自 2015 年底提出供给侧改革以来，上游原材料价格大幅提升，目前螺纹钢、水泥等价格均处于高位，给工程机械厂商成本带来较大压力。随着供给侧改革节奏的放缓，上游原材料行业的盈利水平有望均值回归，同时由于稳增长政策的兑现，下游需求大幅下滑的概率较小，我们判断产品毛利率 2019 年有继续提升的潜力，工程机械行业盈利有望保持较高增速。
- **资产减值损失影响将逐步减小：**资产减值损失是制约上市公司利润增长的一个重要因素。尤其是过去几年，资产减值损失侵蚀了上市公司大量利润。随着上市公司应收账款及存货规模下降，资产减值损失随之下降，有助于提升上市公司盈利能力。

**图表 31：企业毛利率/净利率有望进一步回升**



来源：wind，中泰证券研究所

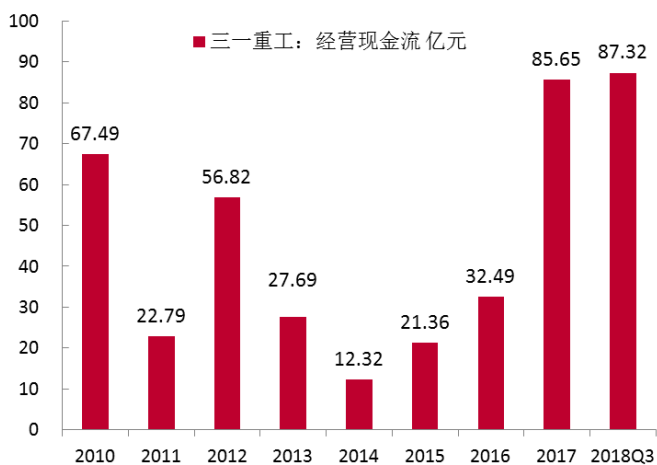
**图表 32：资产减值损失已充分计提**



来源：wind，中泰证券研究所

- 国内的主机厂家经营性现金流继 2017 年开始大幅出现好转后，2018 年继续稳步提升，尤其是三一重工 2018 年前 3 季度经营性净现金流已达 87.3 亿元，已超 2017 年全年经营活动产生的现金流（85.7 亿）。我们认为工程机械龙头当前资产质量为历史最好时刻。

**图表 33：三一重工现金流 2018 年前三季度续创历年新高**



来源：Wind，中泰证券研究所整理

## 五、投资建议：坚定看好后工业化时代装备制造业龙头

图表 34：主要公司估值比较

上市公司	代码	市值 (亿元)	股价	EPS (元)				PE (倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主机厂</b>											
三一重工	600031	1051.14	12.99	0.27	0.80	1.18	1.38	48	16	11	9
徐工机械	000425	358.78	4.58	0.13	0.26	0.41	0.47	35	18	11	10
柳工	000528	119.70	8.12	0.22	0.84	1.08	1.26	37	10	8	6
中联重科	000157	361.54	4.63	0.17	0.21	0.28	0.35	-	22	17	13
<b>零部件</b>											
恒立液压	601100	299.00	33.9	0.43	1.03	1.32	1.55	78	33	26	22
艾迪精密	603628	80.05	30.73	0.54	0.86	1.19	1.57	57	36	26	20

来源：中泰证券研究所（股价为 2019.3.18 收盘价）

### 1. 三一重工（600031）：工程机械龙头，强者恒强

- 三一重工是工程机械民营企业的杰出代表，公司为中国工程机械行业龙头，混凝土机械、挖掘机销量国内排名第一；起重机销量国内排名前三。公司国际竞争力日益提升，出口高增长，受益一带一路、军民融合。公司资产质量处于历史最好的阶段，2018 年前三季度经营性现金流净额达到 87.3 亿元，已超过去年全面的水平，再创历史新高。
- 公司 2018 年 1-9 月收入及利润继续高增长，收入 410.77 亿元同比增长 46%，归母净利润 48.83 亿元同比增长 171%。我们认为核心产品整体市占率提升和公司产品销量结构优化有望继续支撑公司业绩高增长。
- 预计公司 18-20 年 EPS 为 0.80/1.18/1.38 元，对应 PE 16/11/9，维持“买入”评级。

### 2. 恒立液压（601100）：液压系统龙头，高端泵阀开始突破

- 恒立液压是我国液压系统龙头：新产品高端泵阀逐步放量；受益工程机械、盾构机等下游景气向上。挖掘机专用油缸触底反转，非标油缸稳步增长。泵阀产品进入高速增长期，进口替代空间广阔。海外销售增长迅速，仍有较大提升空间。
- 公司 2018 年前三季度实现收入 31.6 亿元，同比增长 55.92%，实现净利润 7.19 亿元，同比增长 160.38%。其中第三季度实现营业收入和归母净利润同比增长 49%和 123%，盈利创历史新高；毛利率大幅提升。
- 预计公司 2018-2020 年 EPS 为 1.03/1.32/1.55 元，对应 PE 33/26/22，维持“买入”评级。

### 3. 徐工机械（000425）：国企龙头，估值具备较高安全边际

- 徐工机械——国企优势明显，发力高端制造及国际化：徐工机械是工程机械国有企业的杰出代表，占据汽车起重机市场半壁江山；徐工集团挖掘机业务在内资企业中仅次于三一重工；徐工机械三季度发力高端制造、国际化受益一带一路，有较大潜力，且 PB 估值在 1 左右有较高的安全边际。
- 公司 2018 年前三季度实现收入 340.76 亿元，同比增长 58.17%，实现净利润 15.08 亿元，同比增长 93.85%。徐挖市占率由 2017 年的 9.9% 提高到目前 11.5%，近 4 年上升势头明显，我们认为其未来市占率有望持续提升超过第二名卡特彼勒（其 2018 年市占率为 13%）。
- 预计公司 18-20 年 EPS 为 0.26/0.41/0.47 元，对应 PE18/11/10，维持“买入”评级。

## 六、风险提示

- **基建及房地产投资低于预期风险。**房地产和基建是挖掘机最大的需求领域，若其投资低于预期会导致挖机的需求和销量下滑，对企业的业绩造成较大冲击。
- **宏观政策调控风险。**宏观政策目前定调逆周期调控，增加基建投资对冲经济下滑，但政策存在转向风险，会对市场预期产生一定影响。
- **环保政策推行的不确定性。**由于燃油排放的要求，国4的执行时间的不确定性有可能对厂商的销售策略产生影响，进而影响挖掘机销量。
- **竞争环境加剧可能影响企业毛利率。**若行业竞争格局加剧，可能导致企业低价竞争，影响企业毛利率拉低盈利水平。
- **原材料价格波动风险。**上游原材料价格通过成本对上市公司盈利产生很大影响，若上游原材料价格大幅增长，则企业会面临较大的业绩压力。



**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。