



## 目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>2019 年是工程机械行业格局固化之年.....</b>          | <b>5</b>  |
| 从战国纷争迈向三国争霸， 行业格局持续优化 .....              | 5         |
| 三一各类产品市占率全面上升， 推动行业格局继续固化.....           | 9         |
| <b>三一汽车起重机：中小吨位再出击， 行业格局将被颠覆.10</b>      |           |
| 三一汽车起重机市占率上升明显.....                      | 10        |
| 三一中大吨位市占率高， 小吨位市占率上升空间大.....             | 10        |
| 中小吨位型谱完善、T 系列国 5/6 产品升级， 将持续拉动市占率上升..... | 11        |
| <b>三一挖掘机：稳居行业第一， 产品竞争力强.....13</b>       |           |
| 三一挖掘机稳居行业第一， 且市占率持续上升 .....              | 13        |
| 三一挖机吨位齐全， 综合竞争力强 .....                   | 14        |
| 三一挖机各吨位平衡发展.....                         | 15        |
| <b>三一履带起重机：全面备战风电、核电复苏.....18</b>        |           |
| 三一履带起重机竞逐行业第一， 市占率持续上升 .....             | 18        |
| 风电、核电复苏正当时， 三一力推新产品抢份额 .....             | 18        |
| <b>三一混凝土机械：传统优势领域， 市占率有望上升 .....</b>     | <b>20</b> |
| 三一稳居混凝土机械行业第一， 品牌形象佳 .....               | 20        |
| 从 C8 到 C9 到 C10， 新产品研发与升级不断.....         | 21        |
| 预计 2019 年混凝土机械行业增长 30%， 三一更快 .....       | 21        |
| <b>估值探讨：各类产品市占率全面上升， 应给予估值溢价.22</b>      |           |
| <b>投资建议：维持买入评级， 目标价 17.3 元.....24</b>    |           |
| 今年收入可超预期高增长， 利润弹性大 .....                 | 24        |
| 行业龙头应享受估值溢价， 给予公司 15 倍目标 PE .....        | 24        |



## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 股价表现                                     | 1  |
| 投资摘要                                     | 1  |
| 图表 1. 2010 和 2018 年工程机械产品市场集中度提升         | 5  |
| 图表 2. 2010 年挖掘机行业竞争格局                    | 6  |
| 图表 3. 2018 年挖掘机行业竞争格局                    | 6  |
| 图表 4. 外资品牌的挖掘机市场份额逐年被国产品牌替代              | 6  |
| 图表 5. 三一、徐工挖掘机市占率合计 40%                  | 7  |
| 图表 6. 2010 年汽车起重机行业竞争格局                  | 7  |
| 图表 7. 2018 年汽车起重机行业竞争格局                  | 7  |
| 图表 8. 三一、徐工、中联汽车起重机市占率合计 91%             | 8  |
| 图表 9. 2010 年履带起重机行业竞争格局                  | 8  |
| 图表 10. 2018 年履带起重机行业竞争格局                 | 8  |
| 图表 11. 三一、徐工履带起重机市占率合计 78%               | 9  |
| 图表 12. 国内工程机械三巨头市场份额变化趋势                 | 9  |
| 图表 13. 三一汽车起重机市占率十年内从 4% 上升至 26%         | 10 |
| 图表 14. 三一汽车起重机在各吨位的市占率                   | 11 |
| 图表 15. 三一汽车起重机的热销机型                      | 11 |
| 图表 16. 2018 年汽车起重机行业销量吨位构成               | 12 |
| 图表 17. 三一汽车起重机推出 T 系列全型谱                 | 12 |
| 图表 18. 三一挖机市占率从 08 年 4% 上升至 2018 年 23%   | 13 |
| 图表 19. 三一挖掘机拥有四大综合竞争实力                   | 14 |
| 图表 20. 三一中大小挖型号齐全                        | 15 |
| 图表 21. 三一挖掘机在各吨位的市占率                     | 16 |
| 图表 22. 三一挖掘机 2018 年在各省的市占率               | 16 |
| 图表 23. 三一挖掘机在各省的热销机型                     | 17 |
| 图表 24. 三一履带起重机市占率从 08 年 25% 上升到 18 年 35% | 18 |
| 图表 25. 三一履带起重机在风电行业的吊装业绩                 | 18 |
| 图表 26. 三一履带起重机在核电行业的吊装业绩                 | 19 |
| 图表 27. 三一混凝土机械占据半边天                      | 20 |
| 图表 28. 三一混凝土机械用户品牌关注度第一                  | 20 |
| 图表 29. 三一履带起重机在核电行业的吊装业绩                 | 21 |
| 图表 30. 卡特彼勒历史 PE 估值主要位于 5-15 倍之间         | 22 |



---

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 31.三一重工历史 PE 估值主要位于 5-20 倍之间..... | 22 |
| 图表 32.三一各类产品市占率及中长期提升空间.....         | 23 |
| 图表 33. 公司收入及毛利率预测.....               | 24 |
| 图表 34. 可比公司估值.....                   | 25 |



## 2019 年是工程机械行业格局固化之年

过去 10 年，工程机械行业竞争格局发生巨大变化，一是工程机械最后一块阵地挖掘机市场的外资品牌逐步丧失龙头地位，二是各细分行业竞争格局从战国纷争迈向三国争霸，市场份额逐年向三一、徐工、中联、柳工集中，市场集中度提升在 2019 年一季度仍很明显。

站在工程机械行业发展历史上看，2019 年将是工程机械行业竞争格局固化的一年，三一作为各个细分产品市场的龙头地位会更加突出，且从产品质量、标准化制造支撑高盈利能力、客户喜爱程度、营销渠道优势、售后服务体系、对客户了解掌握程度等多角度看，三一重工在工程机械行业所表现的综合竞争力，是国内外其他工程机械企业难以与其抗衡的。

### 从战国纷争迈向三国争霸，行业格局持续优化

我们以挖掘机为例，2010 年前后，国内挖掘机主机制造企业为 70 家左右，到 2018 年减少至约 35 家，相比高峰期下滑约 50%。2010 年，挖掘机龙头企业是小松、斗山、日立建机等外资企业，CR3=38% 左右，国产化率仅 25%，到 2018 年，挖掘机龙头企业是三一、CAT、徐工，CR3=48%，国产化率提高了 31 个百分点。

图表 1. 2010 和 2018 年工程机械产品市场集中度提升

|       | 2010                |             |        | 2018        |             |       | 变化趋势               |
|-------|---------------------|-------------|--------|-------------|-------------|-------|--------------------|
|       | 龙头                  | 合计市占率       | 国产化率   | 龙头          | 合计市占率       | 国产化率  |                    |
| 挖掘机   | 小松、斗山、日立建机          | CR3=38%     | 25%    | 三一、CAT、徐工   | 48%         | 56%   | 国产挖掘机以三一、徐工为主      |
| 汽车起重机 | 徐工、中联               | 77%         | 实现国产化  | 徐工、三一、中联    | 90%，三一已赶超中联 | 基本国产化 | 三一的市占率从 5% 提高至 20% |
| 履带起重机 | 三一、徐工、中联            | 65%         | 实现国产化  | 三一、徐工       |             |       | 市场向三一、徐工集中         |
| 装载机   | 龙工、临工、柳工、厦工、三一、山河智能 | CR4=65%~70% | 实现国产化  | 徐工、龙工、临工、柳工 |             |       | 基本国产化              |
| 旋挖钻机  | 智能、中联重科             | CR5>70%     | 国产化程度高 | 徐工、三一       |             |       | 基本国产化              |
| 混凝土机械 | 三一、中联               | >90%        | 国产化程度高 | 三一、中联       |             |       | 基本国产化              |

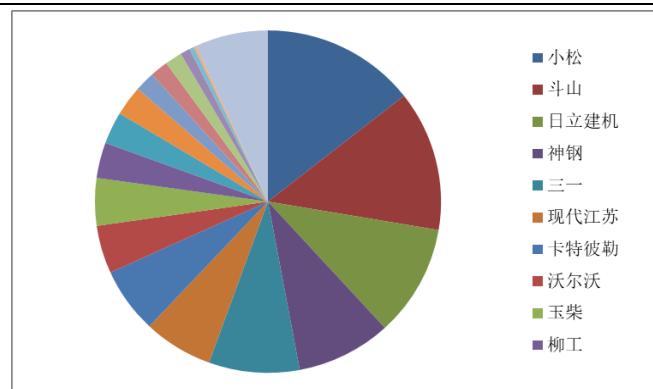
资料来源：万得，中国工程机械协会，中银国际证券

### 挖掘机竞争格局：三一引领国产品牌替代外资品牌

2010 年，市场前三是外资品牌小松、斗山、日立建机，共计市占率为 38%，2018 年，市场前三是三一、CAT、徐工等一线品牌，共计市占率扩大到 48%，而原有排名前三的小松、斗山、日立建机的市占率均低于 10%。

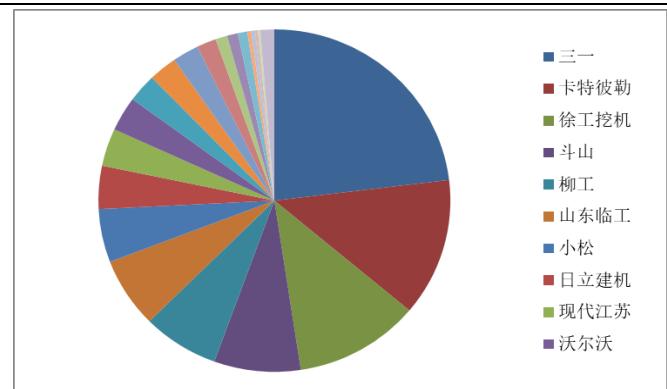


图表 2. 2010 年挖掘机行业竞争格局



资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 2018 年挖掘机行业竞争格局



资料来源：万得，中银国际证券

外资品牌市场份额逐年被国产品牌替代。2018 年挖掘机国产化率达到 56%，较 2010 年提高了 31 个百分点。2019 年 1-2 月，由于国产品牌产品更贴近客户需求，抓住了年初以来基建投资推动的挖掘机超预期增长机遇，国产化率接近 60%，外资品牌销量增速明显慢于 40% 多的行业增速。

图表 4. 外资品牌的挖掘机市场份额逐年被国产品牌替代



资料来源：万得，中银国际证券

2019 年 1-2 月，三一、徐工市占率分别为 27.5%、12.5%，分别较 2018 年显著提升 4.4、1 个百分点，三一、徐工市占率合计为 40%，而 CAT、小松、斗山、日立建机等的市占率均呈下降趋势，国产品牌的竞争优势越来越明显。



图表 5. 三一、徐工挖掘机市占率合计 40%

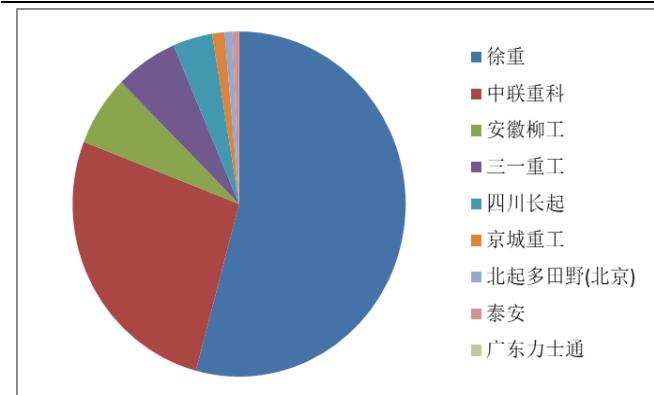


资料来源：万得，中银国际证券

#### 汽车起重机竞争格局：三一进入行业前三打破双寡头垄断格局

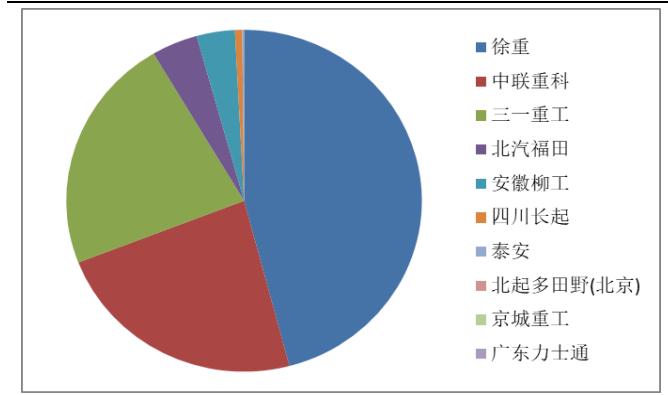
2010 年，汽车起重机市场主要被徐工、中联垄断，双寡头市占率合计 80%左右。2018 年，汽车起重机市场基本上被徐工、三一、中联等一线品牌瓜分，三家龙头市占率为 91%，其中，三一重工的市占率从 2010 年的 6%提升至 22%，徐工仍保持在市场第一位。

图表 6. 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 7. 2018 年汽车起重机行业竞争格局



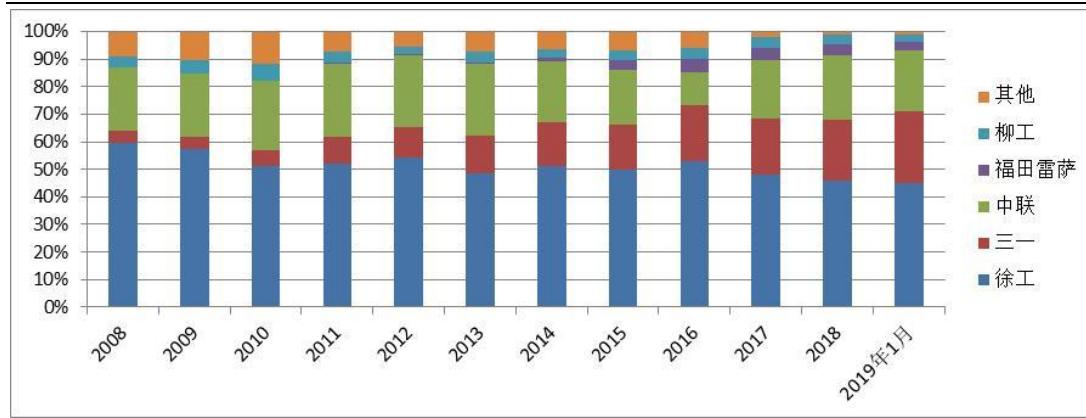
资料来源：万得，中银国际证券

2018 年，徐工、三一、中联汽车起重机市占率分别为 45.8%、22.3%、23.2%，其中三一市占率提高了 17.9 个百分点，中联重科的市占率基本不变，徐工起重机市占率下滑了 13.6 个百分点。

2019 年 1 月，徐工、三一、中联重科的汽车起重机市占率分别为 45.1%、26%、22.1%，其中三一重工较 2018 年上升 3.6 个百分点，中联重科下降 1.1 个百分点，徐工下降 0.6 个百分点。



图表 8. 三一、徐工、中联汽车起重机市占率合计 91%

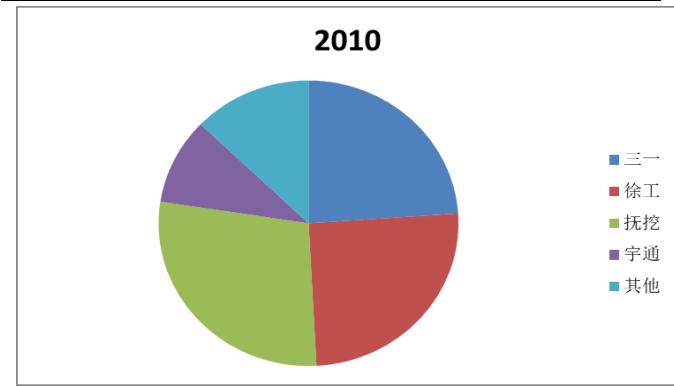


资料来源：万得，中银国际证券

#### 履带起重机竞争格局：三一、徐工抢占 78% 市场份额

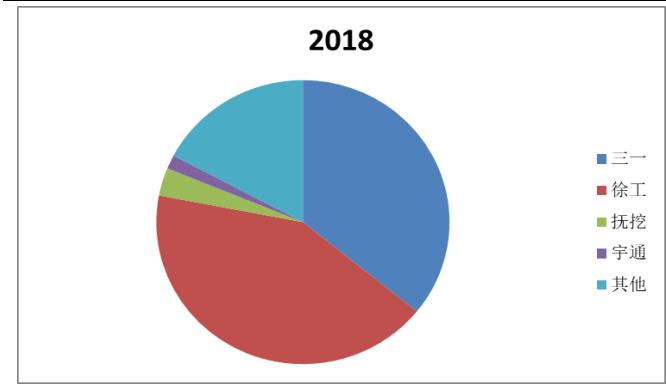
2010 年，履带起重机市场主要被抚挖、徐工、三一垄断，CR3=77%。2018 年，履带起重机市场基本上被徐工、三一两家企业双寡头垄断，市占率合计为 78%，其中，徐工的市占率从 2010 年的 25% 提升至 2018 年的 42%，三一的市占率从 2010 年的 24% 提升至 2018 年的 36%，而抚挖市占率从 2010 年的 28% 降至 2018 年的 3%，宇通市占率也从 10% 降至 2%，市场份额被徐工和三一抢走。

图表 9. 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 10. 2018 年履带起重机行业竞争格局



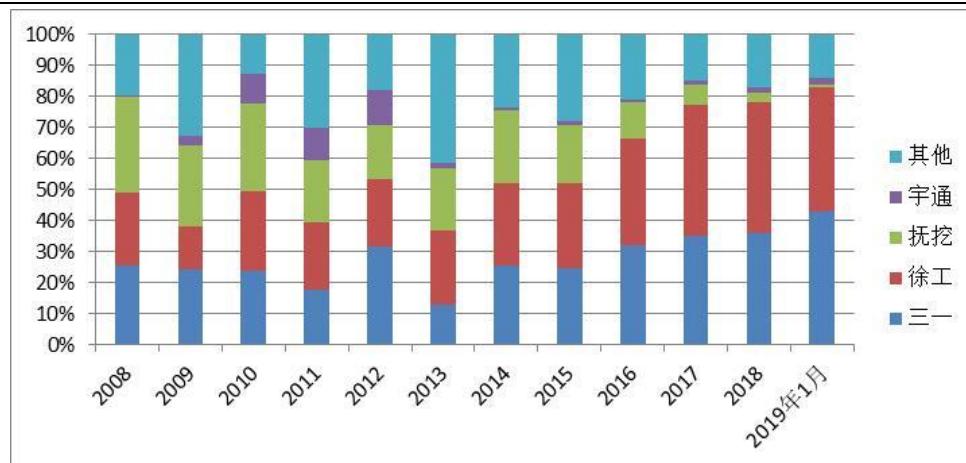
资料来源：万得，中银国际证券

2018 年，徐工、三一的履带起重机市占率分别为 42%、36%，分别较 2008 年提高了 17、12 个百分点，而抚挖的市场份额下降了 25 个百分点。

2019 年 1 月，三一、徐工的履带起重机市占率分别为 43%、40%，其中三一较 2018 年上升 7 个百分点，抢占了徐工、抚挖等的市场份额。



图表 11. 三一、徐工履带起重机市占率合计 78%



资料来源：万得，中银国际证券

### 三一各类产品市占率全面上升，推动行业格局继续固化

从 2018 年市占率看，三一重工的挖掘机、汽车起重机、履带起重机、混凝土机械等的市场份额均处于上升趋势：

- (1) 挖掘机方面：三一引领国产挖掘机替代外资品牌，徐工采取跟随策略，三一、徐工市占率双双上升；
- (2) 汽车起重机：三一打破原有双寡头垄断格局，且三一持续抢占龙头企业市场份额，2019 年更加明显；
- (3) 履带起重机：三一、徐工市占率齐升，而抚挖市占率被瓜分殆尽；
- (4) 混凝土机械：三一泵车、搅拌车等的市场份额仍将显著上升，品牌优势十分明显。

图表 12. 国内工程机械三巨头市场份额变化趋势

|       | 三一    | 徐工    | 中联    | 其他品牌  | 三一、徐工、中联<br>市占率合计 |        |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|--------|
|       |       |       |       |       | 2018 年            | 2010 年 |
| 挖掘机   | 份额上升↑ | 份额上升↑ |       | 份额下降↓ | 35%               | 8%     |
| 汽车起重机 | 份额上升↑ | 份额下降↓ | 份额稳定  | 份额下降↓ | 91%               | 82%    |
| 履带起重机 | 份额上升↑ | 份额上升↑ |       | 份额下降↓ | 78%               | 49%    |
| 混凝土机械 | 份额上升↑ |       | 份额下降↓ |       | 估计 90% 以上 (泵车)    |        |

资料来源：万得，中国工程机械协会，中银国际证券



## 三一汽车起重机：中小吨位再出击，行业格局将被颠覆

### 三一汽车起重机市占率上升明显

三一进入汽车起重机市场相对较晚，2003年第一台汽车起重机下线，直到2009年、2010年C系列机型才逐步成熟，2012年S系列产品推向市场，以及目前的T系列产品深受市场欢迎。而徐工汽车起重机可以追溯到1963年的5吨位产品，中联重科则是2003年收购老牌汽车起重机制造商浦沅，其产品涉及8吨到12吨、16吨、20吨、50吨、80吨、100吨，型谱齐全。

尽管如此，三一重工打破中联、徐工双双垄断汽车起重机的行业格局，市占率从2008年的4%提高至2018年的23%，2019年1月份三一市占率攀升到26%，主要是因为三一坚持把研发和客户需求相结合，在20T、55T、80T等关键吨位上推出一系列有竞争力的明星产品并不断升级，迅速抢占关键细分市场。

图表 13.三一汽车起重机市占率十年内从4%上升至26%



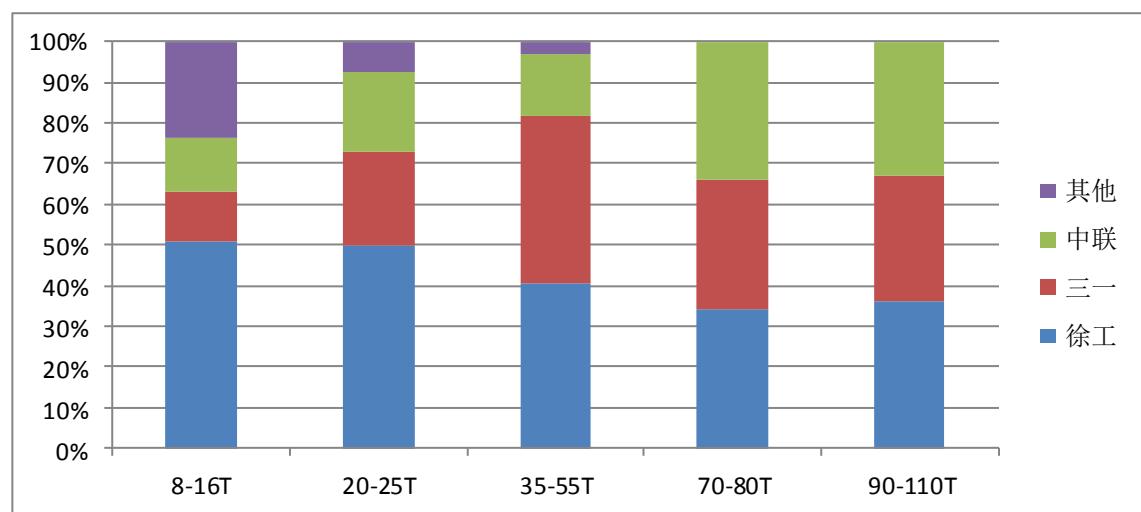
资料来源：万得，中银国际证券

### 三一中大吨位市占率高，小吨位市占率上升空间大

从吨位上看，三一已在中大吨位占据优势，其中35-55T、70-80T、90-110T的市占率分别为41.5%、31.8%、31.0%，与徐工、中联不相上下。但三一20-25T的市占率仅为23.3%，远低于徐工50%的市占率，8-16T的市占率约12%，远低于徐工51%的市占率。



图表 14. 三一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

三一汽车起重机中，最具竞争力机型包括 20 吨 5 节臂机型、25 吨 5 节臂、55 吨机型、80 吨 6 节臂、100 吨等的 T 系列产品。T 系列具备强悍的吊装性能、人性化的设计理念、先进的制造工艺等优势，受到客户的好评。其中，四桥产品 STC350T 仅上市 1 年就打破长年被徐工和中联平分秋色的竞争格局，并实现 500 多台销量，市占率达到 62.5%。

图表 15. 三一汽车起重机的热销机型

| 吨位   | 产品       | 该吨位市占率 |
|------|----------|--------|
| 20T  | STC200C5 | 33%    |
| 25T  | STC250T  | 22%    |
| 35T  | STC350T  | 62.5%  |
| 55T  | STC550T  | 35%    |
| 80T  | STC800T6 | 39%    |
| 100T | STC1000T | 47%    |

资料来源：中国工程机械协会，中银国际证券

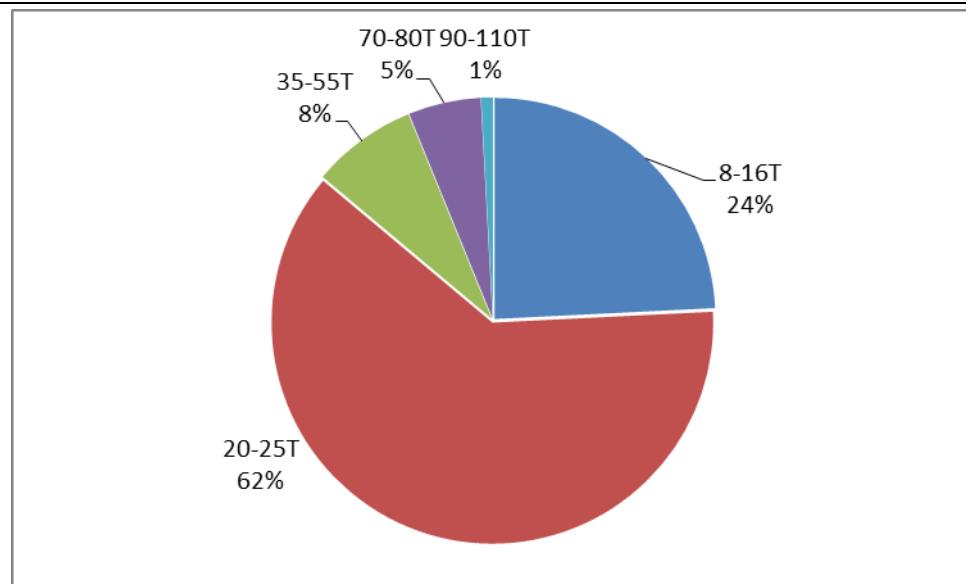
### 中小吨位型谱完善、T 系列国 5/6 产品升级，将持续拉动市占率上升

根据 2018 年汽车起重机行业销量数据，35 吨位以上的产品销量，仅占汽车起重机行业总销量的 14%，而 20-25 吨位的销量占比 62%，8-16T 的销量占比 24%。

三一 20-25T 的市占率仅为 23.3%，假设三一 20-25T 的市占率提升 10 个百分点，将拉动三一总体的汽车起重机市占率上升 6 个百分点。同样，三一 8-16T 的市占率仅为 12%，假设三一 8-16T 的市占率提升 10 个百分点，将拉动三一总体的汽车起重机市占率上升 2.4 个百分点。可见，8T、12T、16T、20T、25T 产品都将是三一提高汽车起重机最关键的环节。



图表 16. 2018 年汽车起重机行业销量吨位构成



资料来源：万得，中银国际证券

为此，三一将从小吨位补齐型谱、环保升级两个方面，争夺中小吨位的市场份额。据公司网站显示，三一近期推出 8 吨位产品 STC80，填补在小吨位市场的空缺；小吨位 12 吨在各区域大批量销售；新款 20 吨 5 节臂 STC200T5 即将上市；三一 25 吨汽车起重机上车操纵室进行升级。此外，三一也同时储备了国 5、国 6 各吨位产品，提前布局环保升级引发的更新需求爆发机遇。

图表 17. 三一汽车起重机推出 T 系列全型谱

| 吨位  | 型号         | 高度 (米) | 国五机型 | 国六机型 |
|-----|------------|--------|------|------|
| 8T  | STC80T     | 25.6   | 已上市  | 8月   |
| 12  | STC120T    | 31     | 8月   | 12月  |
| 20  | STC200T5   | 40.5   | 3月   | 6月   |
| 20  | TC200T4    | 35     | 已上市  |      |
| 25  | STC250T5   | 42.5   | 已上市  |      |
| 25  | STC250T 升级 | 42.5   | 4月   | 6月   |
| 25  | STC250T    | 43     | 已上市  |      |
| 55  | STC550T    | 46     | 已上市  | 7月   |
| 55  | STC550T6   | 52     | 1月   | 7月   |
| 80  | STC800     | 50     | 已上市  | 5月   |
| 80  | STC800T6   | 50     | 5月   | 8月   |
| 100 | STC1000T   | 64.5   | 已上市  |      |
| 110 | STC1100T   | 73     | 2月   |      |

资料来源：中国工程机械协会，中银国际证券



## 三一挖掘机：稳居行业第一，产品竞争力强

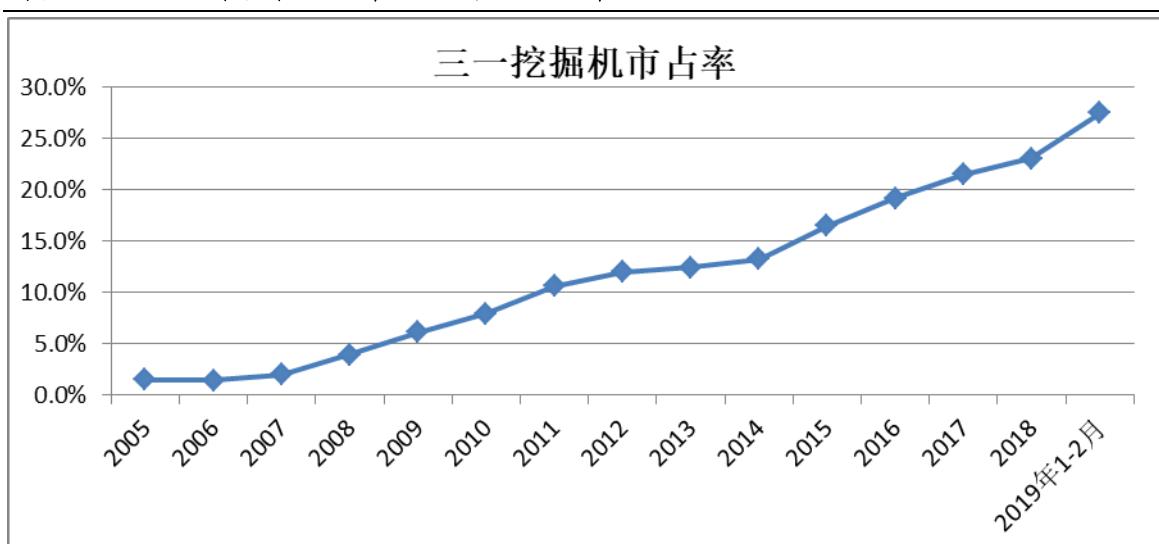
### 三一挖掘机稳居行业第一，且市占率持续上升

三一于1999年决定进入国内挖掘机市场，2001年三一SY200履带式液压挖掘机下线，成为三一挖掘机事业的起点。2005年是三一挖掘机的转折点，20吨级液压挖掘机日益成熟，挖掘机产量超过500台。2008年是三一重机的丰收年，三一挖掘机销售3219台，销量增长58%，销售额近23亿元，全国市场占有率达到4.2%。

根据中国工程机械协会统计数据，2018年，三一挖掘机市占率达到23%，位居行业第一位，而卡特彼勒以市占率13%位居第二，徐工以市占率11.5%位居市场第三。小松、斗山、日立建机、沃尔沃等外资品牌市占率均低于10%。

2019年1-2月，三一挖掘机市占率达到27.5%，稳居行业第一位，而徐工与卡特彼勒市占率均为12.5%。三一、徐工份额上升，而外资品牌的市占率均有下降。

图表 18.三一挖机市占率从08年4%上升至2018年23%



资料来源：万得，中银国际证券

三一挖掘机能够逐年提升市占率，我们认为主要是备受客户青睐的三一品牌、20年潜心研发的产品质量、快速反应的服务战略，以及可选择多种购机方式，强大的综合实力能够推动三一挖掘机继续抢占更多市场份额，稳居行业第一位置。



图表 19.三一挖掘机拥有四大综合竞争实力

| 四大竞争优势 | 具体表现   | 依据  |
|--------|--|---|
| 一、顶尖品质 | 1. 影响世界的民族品牌                                 | ◆ 三一工程机械领域位居国内第一、世界第五，且有<br>全球化产业链  |
|        | 2. 世界一流的数字化、自动化<br>生产线                       | ◆ 领先世界的临港产业园，2011年10月投入生产，成<br>为全球最大的第一个以流水线方式生产挖掘机的基<br>地  |
|        | 3. 持续强劲的研发实力                                 | ◆ 品质改变世界，对技术的追求永不止步，并把一流<br>技术融入产品带给用户  |
| 二、卓越性能 | 4. 节能高效                                      | ◆ 全球领先的电控正流量控制技术<br>◆ H、S、L、B可选挖掘机工作模式<br>◆ 独创的DOMCS动态寻优智能匹配<br>◆ 省油高效                            |
|        | 5. 稳定可靠                                      | ◆ 三一专用五十铃发动机，高效、节能，可靠性高<br>◆ 自主研发高强度回转平台，回转平台设计特别牢固<br>◆ X型下车架，高强度钢板焊接箱型截面，具有良好的<br>抗弯扭性能，矿山作业更稳定 |
|        | 6. 每个型号都是经过高级工程<br>师细心研发                     | ◆ SY245H掘力大油耗低；<br>◆ SY485H有效寿命突破10000小时  |
| 三、购机政策 | 1. 全款优惠购机、融资租赁分<br>期付款按揭付款                   |   |
|        | 2. 以旧换新                                      |   |
|        | 3. 农补政策                                      |   |
| 四、服务至上 | 全球1700多个服务中心、7000余<br>名技术服务人员，实施S520服务<br>战略 | ◆ 10000小时内送服务费<br>◆ 24小时故障处理及补偿<br>◆ 3000小时保修   |

资料来源：中国工程机械协会，中银国际证券

### 三一挖机吨位齐全，综合竞争力强

经过20年坚持与努力，三一拥有大中小全型谱挖掘机，适应各种工况需求。2018年三一发布的挖掘机H系列产品，具有“高效、可靠、智能、节能”等性能优点，是研发人员深入到国内外70多个矿山实地调研，针对采石场、铁矿、煤矿等工矿特点进行了针对性研发的新产品，H系列产品销售表现陆续超预期。



图表 20.三一中大小挖型号齐全

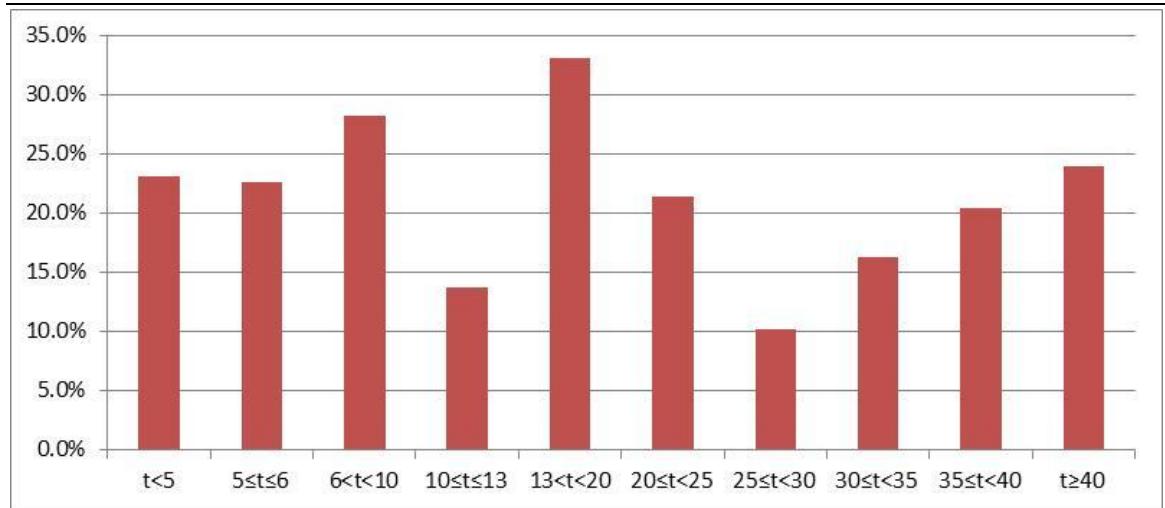
|       |         | 型号        | 优点                               | 下游应用   |
|-------|---------|-----------|----------------------------------|--|
| 迷你挖掘机 | 6 吨以下   | SY16      | 具有机动灵活和能耗低的特点                    | 城市排水管、电缆沟、大型工地孔，桩，柱的底脚清理或各种狭小空间的轻量工程   |
|       |         | SY35U     |                                  |  |
|       |         | SY55U-10  |                                  |  |
| 小型挖掘机 | 6-20 吨  | SY60C-10  | 具有高效紧凑和灵活的特点                     | 适合各种工况，拥有很高性价比   |
|       |         | SY65C-10  |                                  |  |
|       |         | SY75C-10  |                                  |  |
|       |         | SY85C-10  |                                  |  |
|       |         | SY115C-10 |                                  |  |
|       |         | SY135C-10 |                                  |  |
|       |         | SY195C-9  |                                  | 性能优省油 10%、寿命疏通河道、地铁、道路、矿山等长 20%、维护成本低、特殊工况，同时还延伸到道路抢工况适应性强、易管 理、建筑拆除、林业伐木等领域 |
|       |         | SY205C-9  |                                  |  |
|       |         | SY215C-10 |                                  |  |
| 中型挖掘机 | 20-30 吨 | SY225C-9  |                                  |  |
|       |         | SY235C-9  |                                  |  |
|       |         | SY245H-10 |                                  |  |
|       |         | SY265C-10 |                                  |  |
|       |         | SY285C-10 |                                  |  |
|       |         | SY305H    |                                  |  |
|       |         | SY335H    |                                  |  |
|       |         | SY365H    | 高效有力、坚固耐用、满足矿山作业效率及挖掘力需求<br>省油节能 |  |
|       |         | SY385H    |                                  |  |
|       |         | SY465H    |                                  |  |
|       |         | SY485H    |                                  |  |
|       |         | SY700H    |                                  |  |
|       |         | SY850H    |                                  |  |
| 大型挖掘机 | 30 吨以上  | SY365H    | 高效有力、坚固耐用、满足矿山作业效率及挖掘力需求<br>省油节能 |  |
|       |         | SY385H    |                                  |  |

资料来源：中国工程机械协会，中银国际证券

### 三一挖机各吨位平衡发展

从吨位上看，三一重工在大中小吨位基本平衡发展，在关键吨位产品上的市占率都达到或接近 2018 年三一挖机总体 23% 的市占率水平。其中，三一挖机市占率较高的吨位中，6-10T 小挖市占率为 28%，13-20T 中挖市占率达到 33%，40T 以上大挖市占率为 24%。

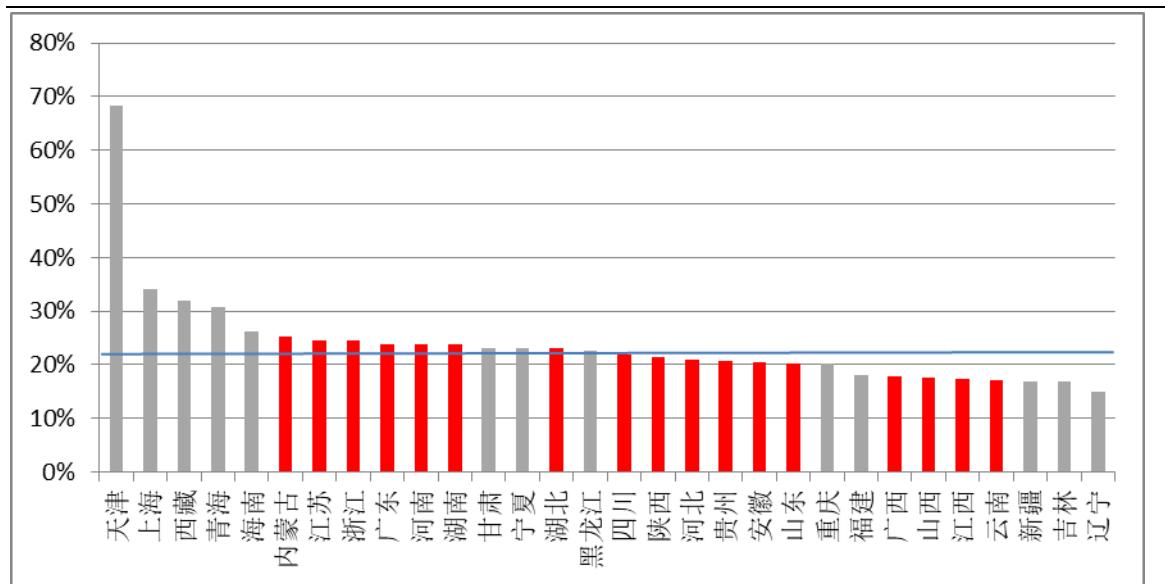
图表 21.三一挖掘机在各吨位的市占率



资料来源：万得，中银国际证券

挖掘机销售的地域分布上，三一在内蒙古、江苏、浙江、广东、河南、湖南、湖北、四川等市占率达到或超过三一在国内的平均市占率水平，而三一在陕西、河北、贵州、山东、安徽、广西、山西、江西、云南等省市的市场份额略低于平均水平。

图表 22.三一挖掘机 2018 年在各省的市占率



资料来源：万得，中银国际证券



图表 23. 三一挖掘机在各省的热销机型

|    |      | Total                           | 三一   | 徐工                          | 卡特彼勒  |
|----|------|---------------------------------|--|-----------------------------|---|
| 湖南 | 市占率  |                                 | 23.70%                                       | 17.50%                      | 8.88%   |
|    | 销量   | 8,785                           | 2082   | 1532                        | 780   |
|    | 主要机型 |                                 | SY75C-10.SY60C.SY55C-10.S<br>Y195C-9         | XE75D.XE200D.XE60D.XE135D   |   |
| 四川 | 市占率  |                                 | 21.85%                                       | 8.24%                       | 10.40%  |
|    | 销量   | 12,586                          | 2750   | 1037                        | 1309  |
|    | 主要机型 |                                 | SY55C-10.SY60C.SY75C-10.S<br>Y135C-10.SY485H | XE135D                      | 313D2GC   |
| 广西 | 市占率  |                                 | 17.80%                                       | 12.55%                      | 13.68%  |
|    | 销量   | 8,118                           | 1445   | 1019                        | 1110  |
|    | 主要机型 |                                 | SY55C-10.SY75C-10                            | XE75D.XE60D.XE135D          | 313D2GC.336D2   |
| 江苏 | 市占率  |                                 | 24.60%                                       | 13.96%                      | 10.15%  |
|    | 销量   |                                 | 3500   | 1982                        | 1441  |
|    | 主要机型 |                                 | SY55C-10.SY60C.SY75C-10.S<br>Y195C-9         | XE200D.XE60D                | 305.5E2   |
| 山东 | 市占率  |                                 | 20.20%                                       | 9.88%                       | 8.89%   |
|    | 销量   | 15,198                          | 3070   | 1502                        | 1351  |
|    | 主要机型 |                                 | SY55C-10.SY60C.SY75C-10                      | XE60D.E660FL.               |   |
| 安徽 | 市占率  |                                 | 20.40%                                       | 15%                         | 9.90%   |
|    | 销量   | 11,275                          | 2300   | 1680                        | 1114  |
|    | 主要机型 |                                 | SY75C-10.SY55C-10.SY60C                      | XE75D.XE60D.XE200D          | 320GC   |
| 湖北 | 市占率  |                                 | 22.99%                                       | 12.57%                      | 11.43%  |
|    | 销量   | 9,961                           | 2290   | 1250                        | 1140  |
|    | 主要机型 |                                 | SY75C-10.SY215C-9.SY55C-10<br>.SY135C-10     | XE75D                       | 313D2GC   |
| 河南 | 市占率  |                                 | 23.74%                                       | 10.65%                      | 11.48%  |
|    | 销量   | 12,869                          | 3055   | 1371                        | 1477  |
|    | 主要机型 |                                 | SY55C-10.SY215C-9.SY245H                     |                             | 305.5E2   |
| 云南 | 市占率  |                                 | 17%  | 16%                         | 17%   |
|    | 销量   | 7905                            | 1362   | 1247                        | 1344  |
|    | 主要机型 |                                 | SY75C-10、SY60C、SY135C-10                     | 徐工 XE75D\徐工<br>XE200D\XE60D | 313D2GC、卡特彼勒<br>336D2 和 330D2L、卡特<br>彼勒 307E2、卡特彼勒<br>320 |
| 江西 | 市占率  |                                 | 17.5%  | 14.9%                       | 8.6%  |
|    | 销量   | 7086                            | 1238   | 1053                        |   |
|    | 主要机型 | 5-6 吨占了<br>43%，行业<br>平均占<br>25% | SY55C-10、SY75C-10                            | XE60D、XE55D                 | 305.5E2   |
| 河北 | 市占率  |                                 | 21.0%  | 7.5%                        | 12.08%  |
|    | 销量   | 7221                            | 1520   | 542.2971                    | 872.2968  |
| 山西 | 市占率  |                                 | SY55C-10、SY75C-10                            | XE60D                       | 305.5E2   |
|    | 销量   | 5300                            | 900  | 700                         | 600   |
|    | 主要机型 | 小挖与大<br>挖占比高，<br>中挖占比<br>低      | SY55C-10、SY75C-10                            | XE60D、XE55D、                | 336D2   |

资料来源：中国工程机械协会，中银国际证券

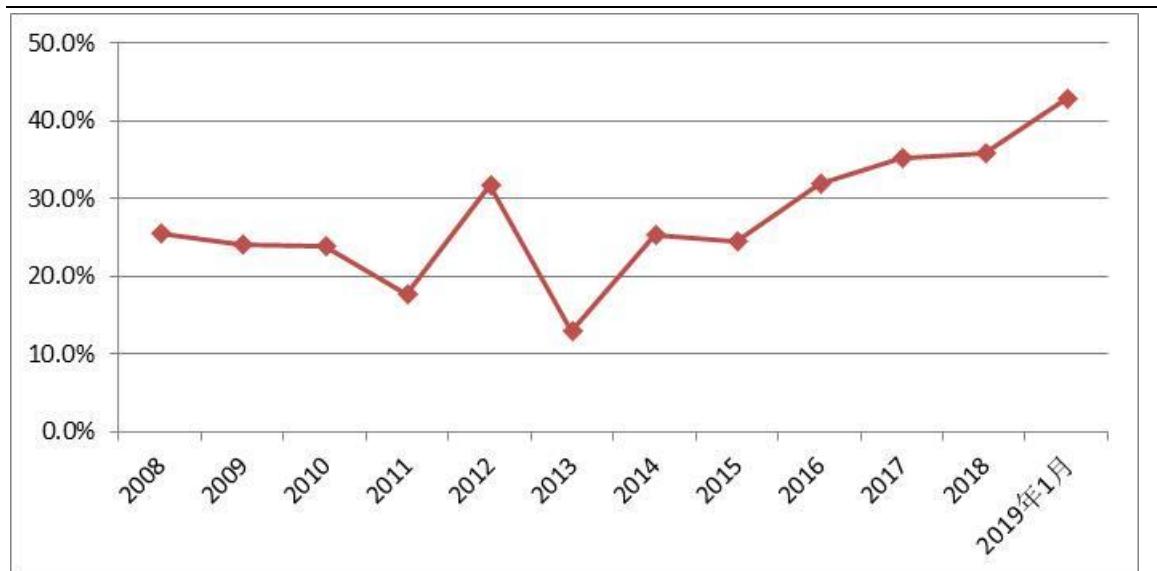


## 三一履带起重机：全面备战风电、核电复苏

### 三一履带起重机竞逐行业第一，市占率持续上升

根据中国工程机械协会统计数据，三一履带起重机市占率从 2008 年 25% 上升到 2018 年 36%，同期徐工市占率从 24% 升至 42%，抚挖、宇通、拓能等厂家的市场份额被瓜分殆尽。2019 年 1 月份三一履带起重机市占率升至 43%，而徐工、抚挖等其他品牌的市占率均为下降，可见三一履带起重机强大的竞争力。

图表 24. 三一履带起重机市占率从 08 年 25% 上升到 18 年 35%



资料来源：万得，中银国际证券

### 风电、核电复苏正当时，三一力推新产品抢份额

2011 年具有“亚洲第一吊”之称的三一 SCC9000 履带起重机成功完成国内首台最大兆瓦风机吊装，开启中国 6.0MW 风机吊装先河。作为风电吊装专家，三一科技拥有 SCC3000WE、SCC3200、SCC4000、SCC5000WE、SCC6500、SCC6500WE、SCC7500、SCC9000、SCC10000、SCC16000 等成熟系列履带起重机产品，可完全满足国内外 1.5MW、2.0MW、3.0MW、5.0MW、6.0MW 及以上风机吊装。

图表 25. 三一履带起重机在风电行业的吊装业绩

| 时间          | 履带起重机     | 服务项目                      |
|-------------|-----------|---------------------------|
| 2008 年 11 月 | SCC4000   | 蒙古锡林浩特灰腾河风场叶片吊装           |
| 2009 年 7 月  | SCC4000   | 智利 LOSVILLOS 风电场叶片吊装      |
| 2009 年 12 月 | SCC6500WE | 江苏华电灌云风电场风电机组吊装           |
| 2011 年 7 月  | SCC5000WE | 内蒙古乌拉特后旗海力素风电场 2.0MW 风机吊装 |
| 2011 年 8 月  | SCC6500WE | 黑龙江大庆和平风电场 125t 机舱吊装      |
| 2018 年 9 月  | SCC4000A  | 云南大理祥云一座 2.0MW 风机进行检修吊装   |

资料来源：中国工程机械协会，中银国际证券

2011 年，三一 SCC16000 履带起重机成功吊装广东台山核电站 1#核岛穹顶，共同见证了中国履带起重机吊装核岛穹顶、参与第三代核电建设的重要历史节点。仅两年时间，作为国内唯一应用于核电关键重要部件吊装作业的制造企业，三一用最先进的技术，用最高品质的产品，十次完美吊装核电站核岛穹顶，向世人证明三一履带起重机在核电关键部件吊装领域已达到世界先进水平。



图表 26. 三一履带起重机在核电行业的吊装业绩

| 时间          | 履带起重机    | 服务项目                   |
|-------------|----------|------------------------|
| 2009 年 11 月 | SCC9000  | 福建宁德核电站 1 号机组核岛穹顶吊装作业  |
| 2010 年 8 月  | SCC10000 | 福建福清核电站核岛穹顶吊装作业        |
| 2010 年 8 月  | SCC9000  | 广东阳江核电站核岛穹顶吊装作业        |
| 2011 年 4 月  | SCC9000  | 阳江核电站总重量 150 多吨的核岛穹顶吊装 |
| 2012 年 4 月  | SCC9000  | 广西防城港核电站 1 号机组核岛穹顶吊装   |
| 2014 年 6 月  | SCC9000  | 阳江核电 4#机组穹顶吊装          |
| 2016 年 1 月  | SCC16000 | 阳江核电项目 6 号机组穹顶吊装       |

资料来源：中国工程机械协会，中银国际证券

作为履带起重机下游应用的两大领域，2019 年起都将迎来新增装机规模的反弹。（1）风电方面，据中银电新年度策略观点，2018 年风电需求反转已开始兑现，2019-2020 年有望继续保持较快增长，预计 2018-2020 年国内新增装机规模为 23GW、28GW、32GW，而 2015-2017 年新增装机规模分别为 31GW、23GW、19GW。（2）核电方面，2019 年核电项目重启，位于广东太平岭核电厂和福建漳州核电厂的核电机组预计在 6 月份开工建设，根据《中国核电中长期发展规划》，目前在运营和在建核电机组装机容量距离 2020 年目标还有 3000 万千瓦差距。

作为全球风电吊装专家，2019 年年初三一履带起重机已有两款新产品上市。2018 年，三一 SCC6500A 国内销售 11 台，累计销售 16 台，国内第一，领跑风电吊装施工。2019 年 1 月 31 日，三一 SCC12000TM 履带起重机在湖州下线，将接过“平原风电神器”的接力棒，继续以智能、高效、稳定、可靠，助推中国风电施工新高度；2 月 19 日，经过 3 年打造的三一 SAC16000S 全地面起重机在宁乡产业园成功下线，将成为“山地风电悍将”。

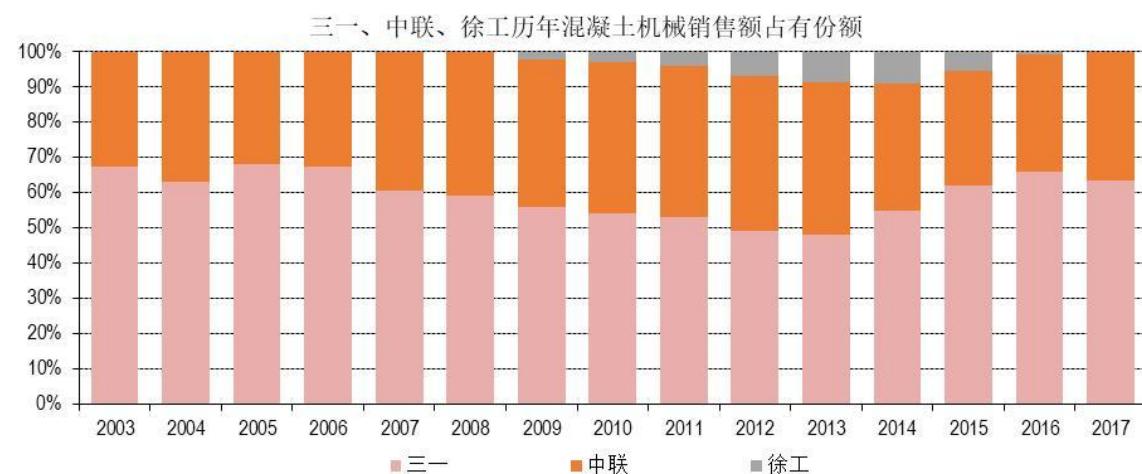


## 三一混凝土机械：传统优势领域，市占率有望上升

### 三一稳居混凝土机械行业第一，品牌形象佳

综合三大家混凝土机械销售金额，2007-2013年三一的份额受到来自中联、徐工的挑战，约有10%的份额被中联占据，另有10%的市场份额被徐工占据，三一的市场份额从70%左右降至50%。2017年，随着行业复苏，三一混凝土机械在三家公司中的市占率又从50%恢复到60%以上。

图表 27.三一混凝土机械占据半边天



资料来源：万得，中银国际证券

根据中国路面机械网，2019年1-2月混凝土机械用户品牌关注度排行榜中，三一位居榜首。尽管三一混凝土机械的价格比同业竞争对手高，但由于三一产品性能及核心部件标准化和通用性强，在售后维护保养、配件库存优化等方面可为代理商和用户节省大量后期成本，所以更受用户青睐。

图表 28.三一混凝土机械用户品牌关注度第一

| 2019年(1月-2月)混凝土机械用户品牌关注度排行榜 |      |                  |              |       |  |
|-----------------------------|------|------------------|--------------|-------|--|
| 排名                          | LOGO | 品牌               | 企业名称         | 品牌指数  |  |
| 01                          |      | 三一重工<br>SANY     | 三一重工股份有限公司   | 82895 |  |
| 02                          |      | 中联重科<br>Zoomlion | 中联重科股份有限公司   | 34244 |  |
| 03                          |      | 徐工<br>XCMG       | 徐州工程机械集团有限公司 | 14117 |  |
| 04                          |      | 雷萨重机<br>LOXA     | 福田雷萨重型机械公司   | 5504  |  |
| 05                          |      | 山推建友<br>Jincoo   | 山推建友机械股份有限公司 | 3522  |  |

资料来源：中国路面机械网，中银国际证券



### 从 C8 到 C9 到 C10，新产品研发与升级不断

在行业持续低迷的 2013-2016 年，三一混凝土机械始终坚持将技术创新放在第一位，推出功能先进、质量可靠、操作便利、安全舒适的最新产品，两桥泵车、环保搅拌站、轻量化搅拌车等都是三一混凝土机械近年来的创新产品。

2018 年，三一推出了两桥 30、37 米泵车新产品 SYM5180THBES30C-8 和 SYM5230THB370C-8，当年销量的市占率就达到很高的程度，可见公司新产品受到了市场的青睐。据中国工程机械商贸网，2018 年，三一泵送事业部完成 200 多项对外合作项目，打造了 100 人把关师傅团队，研发人员超 3000 余人。

2019 年，公司向全球发布 3 桥 52 米、4 桥 62 米 C10 系列泵车。三一全新一代 C10 系列泵车具备六项核心技术，拥有作业范围广、油耗低、效率高、智能、易维护、安全性等优势。

图表 29. 三一履带起重机在核电行业的吊装业绩

|      | C10  | C9  | C8   |
|------|--|---|--|
| 上市时间 | 2019   | 2015  | 2012   |
| 部分型号 |  | SY5440THB600C-9   | SY5631THB 660C-8   |
| 优势   | 作业范围广、油耗低、效率高、高效环保、液压系统更简洁，智能、易维护、安全性                            | 稳定性更高、操作和维护方便   | 浇注的精准度、泵送的稳定性、泵送效率、智能操作、节能等具有优势  |
| 核心技术 | 发动机功率自匹配<br>优化泵送系统安装角度<br>智慧泵送管理系统<br>全球独供沃尔沃底盘<br>全自动换挡<br>自动驻车 | 自适应臂架流量分配技术<br>全新三维智能布料技术<br>多臂架联动<br>回转技术更精确<br>泵送系统升级<br>瞬间增压技术<br>DSC 液压技术 | 臂架一键即定技术<br>臂架智能减震技术<br>节能：泵送效率最大提升 25%，油耗最多下降 10%<br>旋转防摆控技术<br>易损件高耐磨技术<br>故障电脑自诊断技术<br>智能臂架系统<br>安全保护技术 |

资料来源：三一主页，慧聪机械网，中银国际证券

### 预计 2019 年混凝土机械行业增长 30%，三一更快

据中国工程机械商贸网显示，在环保升级、治超从严、基建补短板、市场扩容、存量更新等多重因素的叠加下，三一重工泵送营销公司总经理李梁健判断，2019 年混凝土机械市场有望超预期保持 20~30% 增长，我们认为三一混凝土机械增速快于行业增速。

三一集团高级副总裁、泵送事业部董事长向儒安表示，2019 年 1-2 月三一混凝土机械销售势头迅猛，较去年同期实现翻倍。从成都、郑州等举行的新春订货会看，三一的混凝土机械市场需求仍然旺盛。



## 估值探讨：各类产品市占率全面上升，应给予估值溢价

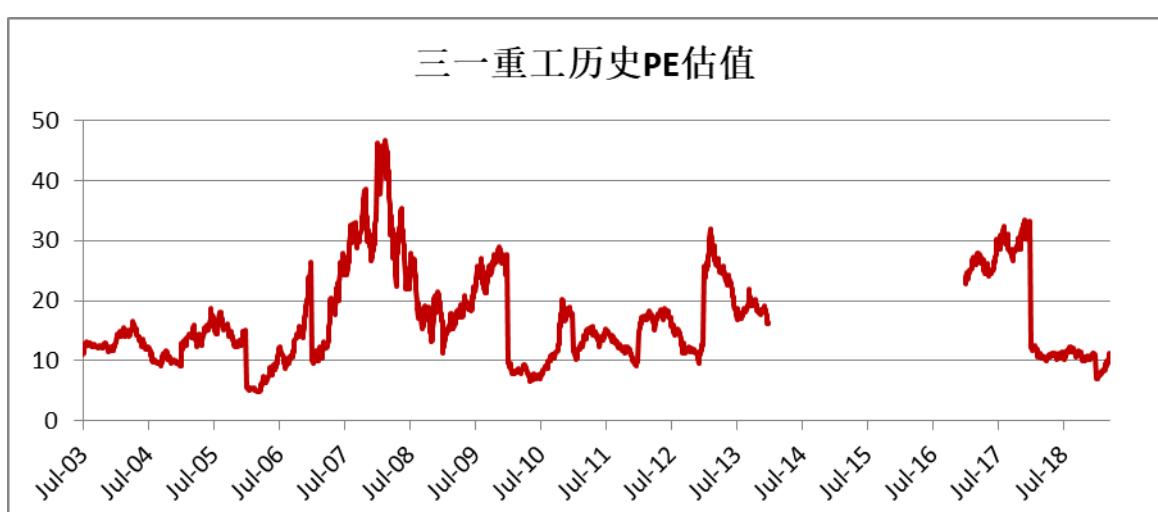
CAT 历史 PE 估值大部分时间位于 5-15 倍之间，目前估值约为 11 倍。2009 年 PE 估值最高接近 30 倍，2008 年金融危机来临导致 2009 年卡特彼勒业绩大幅下滑，对应 PE 估值持续上升。下图中已剔除 2016-2017 年由于行业景气低迷、业绩大幅下跌导致 PE 估值失真的数据。

图表 30. 卡特彼勒历史 PE 估值主要位于 5-15 倍之间



三一重工历史 PE 估值主要位于 5-20 倍之间，目前估值约为 11 倍。2007 年受到资本市场景气度影响，三一 PE 估值升至最高点 46 倍，2014-2016 年之间因行业低迷导致的 PE 失真数据也已剔除。

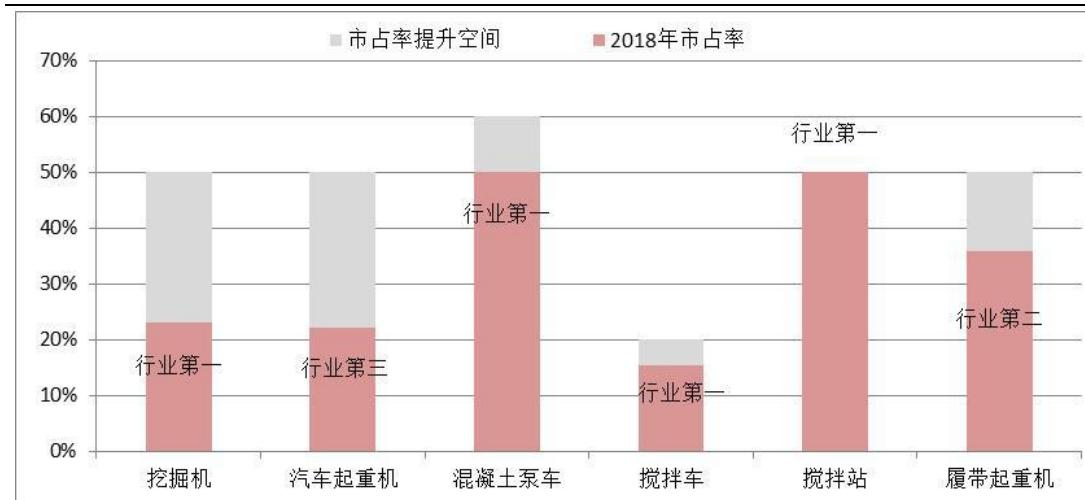
图表 31. 三一重工历史 PE 估值主要位于 5-20 倍之间



目前，三一正凭借品牌质量、营销及服务优势，全面、持续地提升挖掘机、汽车起重机和混凝土机械的市占率，重新塑造工程机械行业格局。三一作为国内工程机械的绝对龙头，市占率持续上升隐含未来定价权，应享有长期估值溢价，PE 估值有望从目前 11 倍提高到 15-20 倍。



图表 32.三一各类产品市占率及中长期提升空间



资料来源：万得，中银国际证券



## 投资建议：维持买入评级，目标价 17.3 元

### 今年收入可超预期高增长，利润弹性大

我们预计公司 2018/2019/2020 年营业收入达到 540/672/713 亿元，净利润分别达到 61/90/99 亿元。

主营业务分项预测：

- 挖掘机：预计 2019 年挖机行业增长 10%左右，三一增长 20%；
- 起重机械：预计 2018 年公司汽车起重机销量增长 50%，2019 年增长 35%；
- 混凝土机械：预计 2019 年仍可保持较快增长；
- 桩工机械：2018 年预计增长 50%，2019 年开工项目增加，桩工机械也有望保持较快增长。

图表 33. 公司收入及毛利率预测

|                  | 2016          | 2017          | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>      |               |               |               |               |               |
| 混凝土机械            | 9,503         | 12,600        | 17,640        | 22,932        | 25,225        |
| 挖掘机械             | 7,470         | 13,670        | 19,822        | 23,786        | 23,786        |
| 起重机械             | 2,710         | 5,244         | 7,866         | 10,619        | 11,681        |
| 桩工机械类            | 1,187         | 2,913         | 4,370         | 5,243         | 5,768         |
| 路面机械             | 875           | 1,343         | 1,612         | 1,853         | 2,039         |
| 配件及其它            | 1,030         | 1,887         | 1,887         | 1,887         | 1,887         |
| 其他               | 507           | 678           | 814           | 895           | 895           |
| <b>合计</b>        | <b>23,280</b> | <b>38,335</b> | <b>54,009</b> | <b>67,216</b> | <b>71,281</b> |
| <b>收入增速假设(%)</b> |               |               |               |               |               |
| 混凝土机械            | -9.3%         | 32.6%         | 40.0%         | 30.0%         | 10.0%         |
| 挖掘机械             | 22.1%         | 83.0%         | 45.0%         | 20.0%         | 0.0%          |
| 起重机械             | -29.7%        | 93.5%         | 50.0%         | 35.0%         | 10.0%         |
| 桩工机械类            | 137.7%        | 145.5%        | 50.0%         | 20.0%         | 10.0%         |
| 路面机械             | -9.3%         | 53.5%         | 20.0%         | 15.0%         | 10.0%         |
| 配件及其它            | 34.0%         | 83.3%         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
| 其他               | -26.4%        | 33.8%         | 20.0%         | 10.0%         | 0.0%          |
| <b>合计</b>        | <b>-0.4%</b>  | <b>64.7%</b>  | <b>40.9%</b>  | <b>24.5%</b>  | <b>6.0%</b>   |
| <b>毛利率(%)</b>    |               |               |               |               |               |
| 混凝土机械            | 21.5%         | 24.2%         | 25.0%         | 26.0%         | 27.0%         |
| 挖掘机械             | 32.4%         | 40.6%         | 41.0%         | 42.0%         | 42.0%         |
| 起重机械             | 34.0%         | 23.0%         | 25.0%         | 27.0%         | 27.0%         |
| 桩工机械类            | 25.2%         | 30.7%         | 31.0%         | 31.0%         | 31.0%         |
| 路面机械             | 17.4%         | 18.2%         | 32.0%         | 32.0%         | 32.0%         |
| 配件及其它            | 11.6%         | 20.9%         | 20.9%         | 20.9%         | 20.9%         |
| 其他               |               | 27.7%         | 27.7%         | 27.7%         | 27.7%         |
| <b>合计</b>        | <b>26.2%</b>  | <b>30.1%</b>  | <b>31.5%</b>  | <b>32.3%</b>  | <b>32.3%</b>  |

资料来源：万得、中银国际证券 注：单位为人民币亿元

### 行业龙头应享受估值溢价，给予公司 15 倍目标 PE

国内工程机械上市公司的 PS 估值通常为 1.3 倍，PE 估值为 14 倍，PB 估值为 2.1 倍。而三一目前市值对应 2019 年 PS 仅为 1.6 倍，PE 为 12 倍，PB 为 3.5 倍。

我们考虑到三一重工作为工程龙头，且各业务线市占率 2019 年将齐升，给予 PE 估值 15 倍目标，目标价 17.30 元。

图表 34. 可比公司估值

| 公司代码      | 公司简称 | 市值<br>(亿元) | 营业收入(亿元) |          | 净利润(亿元) |        | 净资产(亿元)  |       | PS(倍) |       | PE(倍) |       | PB(倍)<br>3Q2018 |
|-----------|------|------------|----------|----------|---------|--------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|
|           |      |            | 2018E    | 2019E    | 2018E   | 2019E  | 3Q2018   | 2018E | 2019E | 2018E | 2019E | 2018E |                 |
| 600031.SH | 三一重工 | 1,051.14   | 540.09   | 672.16   | 60.60   | 90.17  | 303.01   | 1.95  | 1.56  | 17.35 | 11.66 | 3.47  |                 |
| 000425.SZ | 徐工机械 | 358.78     | 434.00   | 522.00   | 20.57   | 30.70  | 276.53   | 0.83  | 0.69  | 17.44 | 11.69 | 1.30  |                 |
| 000157.SZ | 中联重科 | 345.67     | 283.25   | 344.80   | 19.37   | 26.78  | 374.94   | 1.22  | 1.00  | 17.84 | 12.91 | 0.92  |                 |
| 000528.SZ | 柳工   | 119.70     | 167.47   | 193.92   | 9.07    | 11.73  | 95.65    | 0.71  | 0.62  | 13.20 | 10.21 | 1.25  |                 |
| 601100.SH | 恒立液压 | 299.00     | 43.77    | 54.53    | 8.53    | 12.81  | 44.33    | 6.83  | 5.48  | 35.05 | 23.34 | 6.74  |                 |
| 603638.SH | 艾迪精密 | 80.05      | 10.76    | 14.58    | 2.40    | 3.28   | 9.72     | 7.44  | 5.49  | 33.38 | 24.43 | 8.23  |                 |
| 603338.SH | 浙江鼎力 | 201.58     | 18.04    | 22.96    | 5.02    | 6.52   | 25.30    | 11.17 | 8.78  | 40.15 | 30.92 | 7.97  |                 |
| 600984.SH | 建设机械 | 54.30      | 23.86    | 31.03    | 1.97    | 3.87   | 33.33    | 2.28  | 1.75  | 27.53 | 14.03 | 1.63  |                 |
| 600761.SH | 安徽合力 | 80.38      | 98.14    | 110.65   | 5.34    | 6.56   | 46.08    | 0.82  | 0.73  | 15.06 | 12.25 | 1.74  |                 |
| 行业总计/平均   |      | 2,590.59   | 1,619.37 | 1,966.64 | 132.87  | 192.42 | 1,208.89 | 1.60  | 1.32  | 19.50 | 13.46 | 2.14  |                 |

资料来源：万得，中银国际证券

注：市值截止日期 2019-3-18，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         | 23,280   | 38,335   | 54,009   | 67,216   | 71,281   |
| 销售成本         | (17,399) | (27,085) | (37,410) | (46,074) | (48,780) |
| 经营费用         | (3,333)  | (5,641)  | (6,925)  | (8,000)  | (8,702)  |
| 息税折旧前利润      | 2,548    | 5,609    | 9,674    | 13,142   | 13,799   |
| 折旧及摊销        | (2,095)  | (1,913)  | (1,744)  | (1,515)  | (1,358)  |
| 经营利润(息税前利润)  | 453      | 3,696    | 7,930    | 11,627   | 12,441   |
| 净利润收入/(费用)   | (875)    | (1,319)  | (68)     | 168      | 493      |
| 其他收益/(损失)    | 486      | 376      | 2        | 203      | 203      |
| 税前利润         | 63       | 2,753    | 7,864    | 11,998   | 13,138   |
| 所得税          | 101      | (642)    | (1,613)  | (2,399)  | (2,627)  |
| 少数股东权益       | (40)     | 135      | 391      | 581      | 636      |
| 净利润          | 203      | 2,092    | 6,060    | 9,017    | 9,874    |
| 核心净利润        | 203      | 1,974    | 6,060    | 8,998    | 9,854    |
| 每股收益(人民币)    | 0.026    | 0.268    | 0.777    | 1.156    | 1.266    |
| 核心每股收益(人民币)  | 0.026    | 0.253    | 0.749    | 1.153    | 1.263    |
| 每股股息(人民币)    | 0.010    | 0.179    | 0.233    | 0.347    | 0.380    |
| 收入增长(%)      | (0)      | 65       | 41       | 24       | 6        |
| 息税前利润增长(%)   | (63)     | 716      | 115      | 47       | 7        |
| 息税折旧前利润增长(%) | (15)     | 120      | 72       | 36       | 5        |
| 每股收益增长(%)    | 47       | 928      | 190      | 49       | 9        |
| 核心每股收益增长(%)  | 47       | 870      | 196      | 54       | 10       |

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        | 63      | 2,753    | 7,864   | 11,998  | 13,138  |
| 折旧与摊销       | 2,095   | 1,913    | 1,744   | 1,515   | 1,358   |
| 净利息费用       | 875     | 1,319    | 68      | (168)   | (493)   |
| 运营资本变动      | 1,604   | 3,691    | 2,342   | (2,881) | 3,477   |
| 税金          | 61      | (391)    | (1,413) | (2,400) | (2,629) |
| 其他经营现金流     | (1,449) | (721)    | (3,130) | (767)   | 488     |
| 经营活动产生的现金流  | 3,249   | 8,565    | 7,475   | 7,297   | 15,339  |
| 购买固定资产净值    | (186)   | (287)    | (1,170) | (1,160) | (1,160) |
| 投资减少/增加     | 1,678   | 90       | 300     | 300     | 300     |
| 其他投资现金流     | 770     | 1,415    | 2,676   | 2,257   | 2,314   |
| 投资活动产生的现金流  | 2,262   | 1,218    | 1,806   | 1,397   | 1,454   |
| 净增权益        | (77)    | (1,398)  | (1,818) | (2,705) | (2,962) |
| 净增债务        | (5,967) | (11,898) | (5,829) | (1,062) | (155)   |
| 支付股息        | 0       | 27       | 53      | 103     | 221     |
| 其他融资现金流     | 1,382   | 184      | (9)     | 945     | 129     |
| 融资活动产生的现金流  | (4,661) | (13,085) | (7,603) | (2,719) | (2,767) |
| 现金变动        | 851     | (3,302)  | 1,678   | 5,976   | 14,026  |
| 期初现金        | 6,841   | 7,442    | 4,104   | 5,782   | 11,757  |
| 公司自由现金流     | 5,512   | 9,783    | 9,281   | 8,694   | 16,793  |
| 权益自由现金流     | 421     | (796)    | 3,520   | 7,465   | 16,144  |

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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        | 8,285  | 6,845  | 8,490  | 14,468 | 28,503 |
| 应收帐款            | 23,149 | 21,024 | 23,084 | 29,195 | 24,323 |
| 库存              | 6,220  | 7,642  | 9,838  | 10,400 | 9,701  |
| 其他流动资产          | 337    | 697    | 579    | 1,050  | 701    |
| 流动资产总计          | 37,992 | 36,207 | 41,992 | 55,112 | 63,228 |
| 固定资产            | 15,097 | 13,639 | 11,046 | 8,690  | 6,492  |
| 无形资产            | 4,677  | 4,390  | 4,070  | 3,750  | 3,430  |
| 其他长期资产          | 3,064  | 3,253  | 3,253  | 3,253  | 3,253  |
| 长期资产总计          | 22,838 | 21,282 | 18,368 | 15,693 | 13,175 |
| 总资产             | 61,555 | 58,238 | 61,000 | 71,502 | 77,092 |
| 应付帐款            | 7,529  | 10,938 | 12,836 | 16,227 | 14,310 |
| 短期债务            | 8,908  | 2,257  | 2,794  | 0      | 0      |
| 其他流动负债          | 7,363  | 9,788  | 9,192  | 11,231 | 11,245 |
| 流动负债总计          | 23,800 | 22,983 | 24,822 | 27,459 | 25,555 |
| 长期借款            | 13,597 | 7,577  | 2,964  | 3,786  | 3,653  |
| 其他长期负债          | 705    | 1,305  | 868    | 959    | 1,044  |
| 股本              | 7,658  | 7,668  | 7,801  | 7,801  | 7,801  |
| 储备              | 16,824 | 19,142 | 23,279 | 29,651 | 36,556 |
| 股东权益            | 24,481 | 26,810 | 31,080 | 37,451 | 44,357 |
| 少数股东权益          | 735    | 876    | 1,266  | 1,847  | 2,483  |
| 总负债及权益          | 61,555 | 58,238 | 61,000 | 71,502 | 77,092 |
| 每股帐面价值(人民币)     | 3.14   | 3.44   | 3.98   | 4.80   | 5.69   |
| 每股有形资产(人民币)     | 2.59   | 2.92   | 3.46   | 4.32   | 5.25   |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 1.42   | 0.20   | (0.38) | (1.51) | (3.31) |

主要比率 (%)

| 年结日: 12月31日     | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 息税折旧前利润率(%)     | 10.9  | 14.6  | 17.9  | 19.6  | 19.4  |
| 息税前利润率(%)       | 1.9   | 9.6   | 14.7  | 17.3  | 17.5  |
| 税前利润率(%)        | 0.3   | 7.2   | 14.6  | 17.8  | 18.4  |
| 净利率(%)          | 0.9   | 5.5   | 10.9  | 13.4  | 13.9  |
| <b>流动性</b>      |       |       |       |       |       |
| 流动比率(倍)         | 1.6   | 1.6   | 1.7   | 2.0   | 2.5   |
| 利息覆盖率(倍)        | 0.5   | 2.8   | 116.6 | n.a.  | n.a.  |
| 净权益负债率(%)       | 59.7  | 20.7  | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 速动比率(倍)         | 1.3   | 1.2   | 1.3   | 1.6   | 2.1   |
| <b>估值</b>       |       |       |       |       |       |
| 市盈率(倍)          | 498.0 | 48.4  | 16.7  | 11.2  | 10.3  |
| 核心业务市盈率(倍)      | 498.0 | 51.3  | 17.4  | 11.3  | 10.3  |
| 市净率(倍)          | 4.1   | 3.8   | 3.3   | 2.7   | 2.3   |
| 价格/现金流(倍)       | 31.2  | 11.8  | 13.6  | 13.9  | 6.6   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 45.5  | 19.0  | 10.6  | 7.1   | 5.7   |
| <b>周转率</b>      |       |       |       |       |       |
| 存货周转天数          | 123.2 | 93.4  | 85.3  | 80.2  | 75.2  |
| 应收帐款周转天数        | 367.8 | 210.3 | 149.0 | 141.9 | 137.0 |
| 应付帐款周转天数        | 107.8 | 87.9  | 80.3  | 78.9  | 78.2  |
| <b>回报率</b>      |       |       |       |       |       |
| 股息支付率(%)        | 37.6  | 66.8  | 31.0  | 30.0  | 30.0  |
| 净资产收益率(%)       | 0.8   | 8.2   | 20.2  | 26.3  | 24.1  |
| 资产收益率(%)        | 0.7   | 4.7   | 10.6  | 14.0  | 13.4  |
| 已运用资本收益率(%)     | 0.1   | 1.2   | 4.0   | 5.6   | 5.3   |

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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，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