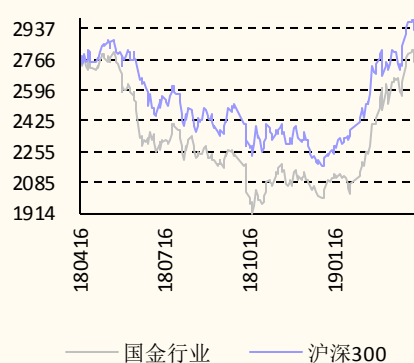


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金机械指数	2748.38
沪深300指数	3988.62
上证指数	3188.63
深证成指	10132.34
中小板综指	10052.46



## 相关报告

- 1.《智能制造：从国家“智能机器人”重点专项经费投向看发展新趋势-...》，2019.4.12
- 2.《油服：从供给侧角度看国家能源安全——油服行业研究框架及与...》，2019.4.8
- 3.《工控行业报告-工业复苏预期增强，工控迎来加配良机》，2019.4.8
- 4.《聚焦一季报业绩超预期的工程机械、油服龙头；重视南船重大资产...》，2019.4.8

王华君 分析师 SAC 执业编号：S1130519030002  
wanghuajun@gjzq.com.cn

赵玥炜 联系人  
zhaoyuewei@gjzq.com.cn

## 工程机械龙头：能否超越上轮周期高点？

## 投资建议

- 工程机械龙头三一重工目前市值距 2011 年上轮周期高峰的 1500 亿市值，仍有 30%左右的距离。我们观察周期股中的典型代表，水泥行业龙头——海螺水泥 2017 年市值已超过 2011 年上轮周期高点，重卡行业龙头——潍柴动力 2019 年市值已超过 2010 年的上轮周期高点。
- 混凝土机械一定程度上决定了本轮工程机械龙头业绩复苏的高度。我们预计工程机械龙头业绩有望持续超预期！工程机械龙头三一、徐工、中联 2019 年一季报业绩预增翻倍增长。2019-2021 年混凝土机械、汽车起重机有望接力，业绩弹性有望超过挖掘机。
- 我们寻找中国的“卡特彼勒”，重点看好三一重工，看好徐工机械、中联重科、恒立液压、浙江鼎力。

## 行业观点

- 2019 年工程机械龙头业绩有望创历史新高：一季度龙头业绩翻倍增长  
三一重工预计 2019 年一季报净利润 30-33 亿元，同比增长 100%-120%；扣非业绩同比增长 134%到 154%。徐工机械、中联重科也预计翻倍增长。
- 挖掘机为何热卖？数据含金量几何？小挖贡献销量数据，中挖仍有较大空间  
2018 年挖掘机年度销量创历史新高。2019 年 3 月挖掘机单月销量创新高。近年来小挖销量占比快速提升，销量占比超 60%。我们详细分析各类型挖掘机需求结构（基建、地产、矿山、制造业及农村需求），我们认为，小挖销量的大幅提升，和农村需求（农田水利、劳动力替代）快速增长密切相关。小挖在销量数据上贡献大，中挖、大挖对业绩贡献较大。中挖 2018 年销量和 2011 年相比还有较大差距，中挖 2018 年销量为 2011 年的 63%左右。
- 挖掘机需求：基建地产+更换+出口+进口替代+环保+人工替代/装载机替代  
(1) 房地产和基建需求增长拉动。(2) 更换需求贡献大，2018-2020 年为更换高峰。(3) 出口销量大幅增长、进口替代国产化提升。(4) 环保要求提升。(5) 挖掘机人工替代及对装载机等产品的替代。
- 混凝土机械和汽车起重机，未来 2-3 年需求弹性好于挖掘机  
我们判断挖掘机在 2018-2020 年迎来更换高峰期。混凝土机械、汽车起重机的寿命长于挖掘机 2 年左右，更换高峰期可能持续到 2020-2021 年。
- 汽车起重机：2018 年销量快速增长，未来 2 年有望迎来需求高峰
- 混凝土机械：2018 年行业销量距离 2011 年，还有较大空间
- 混凝土机械：可能决定本轮工程机械龙头业绩复苏的高度  
混凝土机械曾是中国几家工程机械龙头利润最丰厚的业务板块，之前最高峰时市场规模近 1000 亿元，三一重工毛利率曾接近 42%。工程机械龙头混凝土机械收入、利润曾全面超过挖掘机。

## 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、行业竞争加剧风险。

## 内容目录

一、水泥、重卡龙头市值已超越上轮高点，看工程机械能否复制？	4
1、水泥、重卡龙头——海螺水泥、潍柴动力市值已超上轮周期高点	4
2、工程机械龙头——三一重工当前市值为上轮高点的 72%	4
3、工程机械龙头：2019 年一季报业绩翻倍增长，全年有望创新高	5
二、挖掘机：2018 年销量创年度新高，2019 年 3 月创单月新高	7
1、2018 年全年挖掘机销量 20.3 万台，创历史新高	7
2、2019 年 3 月，挖掘机销量 4.4 万台，单月销量创历史新高	7
三、挖掘机为何热卖？数据含金量几何？市场需求及驱动因素分析	9
1、近年来小挖销量占比快速提升，销量占比超 60%	9
2、小挖在销量数据上贡献很大，但中挖大挖对行业龙头业绩贡献较大	10
3、中挖 2018 年销量和 2011 年相比还有比较大的差距	10
4、挖掘机市场需求驱动因素一：房地产和基建需求增长	10
5、挖掘机市场需求驱动因素二：更换需求	12
6、挖掘机市场需求驱动因素三：出口销量大幅增长、进口替代国产化提升	12
7、挖掘机市场需求驱动因素四：环保要求提升	13
8、挖掘机市场需求驱动因素五：挖掘机人工替代及对装载机等的替代	13
四、混凝土机械和汽车起重机，未来 2-3 年需求弹性好于挖掘机	15
1、混凝土机械、汽车起重机：更换高峰期可能持续到 2020-2021 年	15
2、汽车起重机：2018 年销量快速增长，未来 2 年有望迎来更换高峰	15
3、混凝土机械：可能决定本轮工程机械龙头业绩复苏的高度	16
五、投资建议：寻找中国的“卡特彼勒”，看好三一重工等	18
六、风险提示	18

## 图表目录

图表 1：海螺水泥、潍柴动力市值已超上轮周期高点，看三一重工能否超越？	4
图表 2：海螺水泥、潍柴动力 2018 年收入大幅超越上轮周期高点	5
图表 3：三一重工 2018 年净利润尚未超越 2011 年上一轮周期高峰	5
图表 4：2018 年中国挖掘机销量 20.3 万台（同比+45%），创历史新高	7
图表 5：2019 年 3 月，挖掘机销量 4.4 万台，单月销量创历史新高	8
图表 6：小挖销量占比快速提升，2015-2018 年小挖（<20t）占比超 60%	9
图表 7：挖掘机各类机型需求结构：基建、地产、矿山、制造业及农村需求	9
图表 8：小挖、微挖在农村中的应用越来越多（劳动力替代效应明显）	10
图表 9：中挖 2018 年销量和 2011 年相比还有比较大的差距	10
图表 10：2018 年中国房地产投资累计同比增速达 9.5%	11
图表 11：2018 年累计房屋新开工面积同比增长 17.2%	11

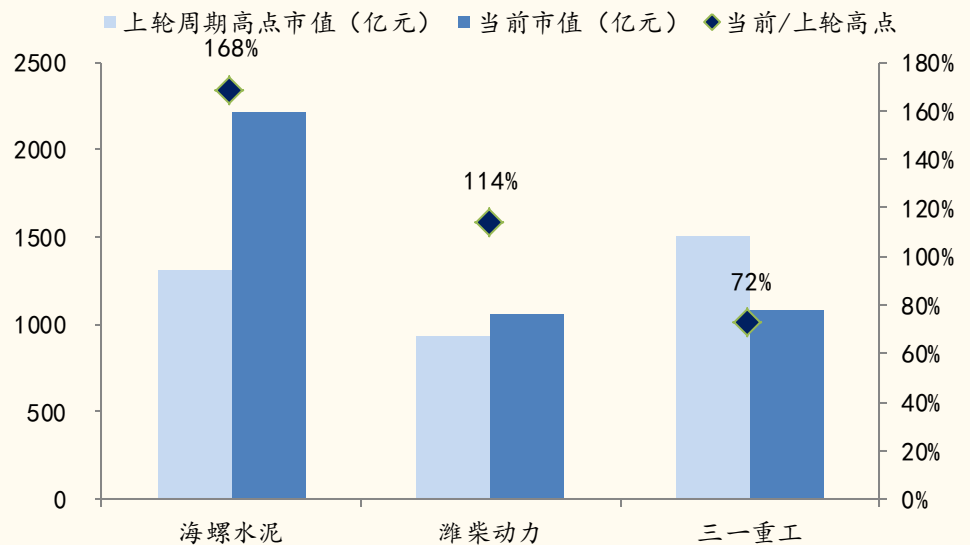
图表 12: 2018 年 1-12 月, 基建投资累计同比增长 1.8%.....	12
图表 13: 挖掘机国产比例提升, 2018 年外资品牌市占率降至 50%.....	13
图表 14: 挖掘机国产比例逐步提升: 三一、徐工、柳工市占率迅速提升.....	13
图表 15: 小挖 (含微挖) 在欧洲等发达国家市场需求很大.....	14
图表 16: 汽车起重机: 2018 年销量快速增长, 未来 2 年有望迎来更换高峰 .	15
图表 17: 汽车起重机是工程起重机中市场规模最大的品种.....	16
图表 18: 混凝土机械: 主要包括混凝土泵车等.....	17
图表 19: 混凝土泵车施工图.....	17
图表 20: 工程机械: 重点看好三一重工、徐工机械、中联重科、恒立液压、浙江鼎力 .....	18

## 一、水泥、重卡龙头市值已超越上轮高点，看工程机械能否复制？

### 1、水泥、重卡龙头——海螺水泥、潍柴动力市值已超上轮周期高点

- 我们观察周期股中的典型代表，水泥行业龙头海螺水泥、重卡行业龙头潍柴动力，工程机械行业龙头三一重工。
- 我们发现，海螺水泥 2017 年市值已经超过 2007 年和 2011 年的前期高点（尽管海螺水泥的前一轮市值高点在 2007 年，但前一轮业绩高点在 2011 年，我们从行业周期上，选取 2011 年做对比），目前市值已超 2000 亿元，超出前期高点 60% 以上。
- 潍柴动力 2019 年市值已超 1000 亿元，超过了 2010 年的上轮周期高点。

图表 1：海螺水泥、潍柴动力市值已超上轮周期高点，看三一重工能否超越？

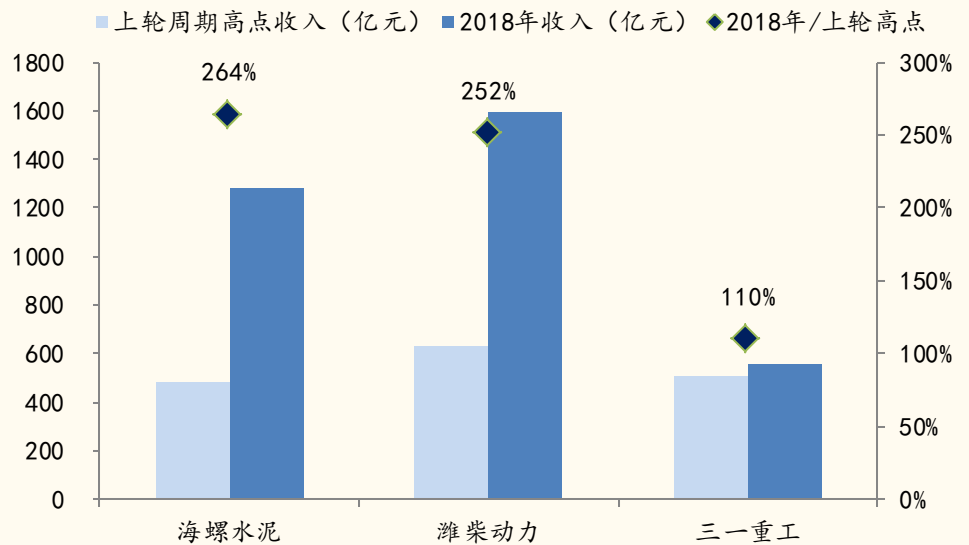


来源：wind，国金证券研究所（当前市值按照 2019 年 4 月 12 日收盘价计算）

### 2、工程机械龙头——三一重工当前市值为上轮高点的 72%

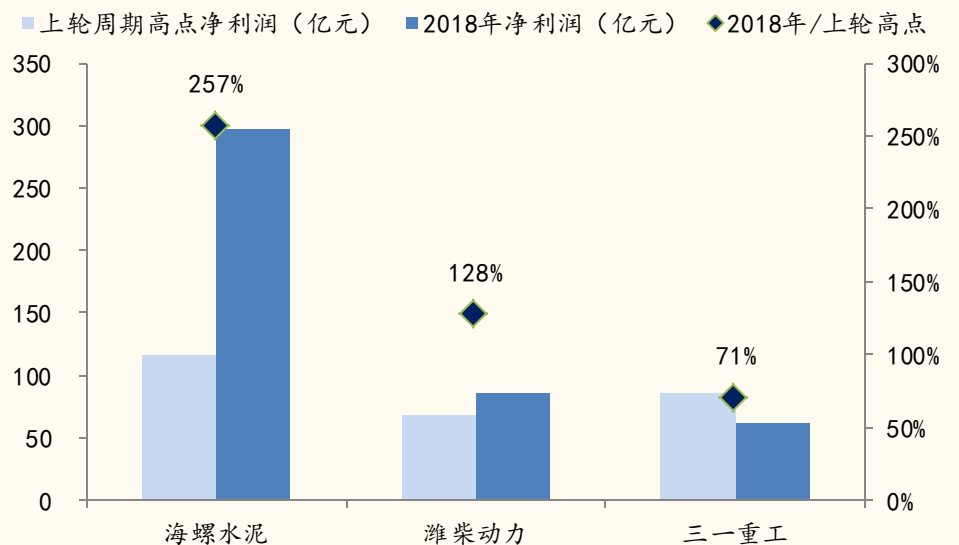
- 目前三一重工市值超 1000 亿元，但距离 2011 年上轮周期高峰的 1500 亿市值以上，仍有 30% 左右的距离。
- 2018 年，三一重工收入已经超过 2011 年收入水平，但 2018 年的净利润还只有 2011 年（86 亿元）的 71%。我们预计三一重工 2019 年净利润水平有望超过 2011 年水平。

图表 2：海螺水泥、潍柴动力 2018 年收入大幅超越上轮周期高点



来源：wind，各公司年报，国金证券研究所

图表 3：三一重工 2018 年净利润尚未超越 2011 年上一轮周期高峰



来源：wind，各公司年报，国金证券研究所

### 3、工程机械龙头：2019 年一季报业绩翻倍增长，全年有望创新高

- 三一重工 (600031)：预计 2019 年一季报净利润 30-33 亿元，同比增长 100%-120%；扣非业绩同比增长 134%到 154%。
- 徐工机械 (000425)：预计一季报业绩 9.5-11.5 亿元，同比增长 83%-121%。
- 之前中联重科 (000157)：预计一季报 8.5-10.5 亿元，同比增长 126%-179%。
- 我们观察周期股中的典型代表，水泥行业龙头——海螺水泥 2017 年市值已超过 2011 年上轮周期高点，重卡行业龙头——潍柴动力 2019 年市值已超过 2010 年的上轮周期高点。

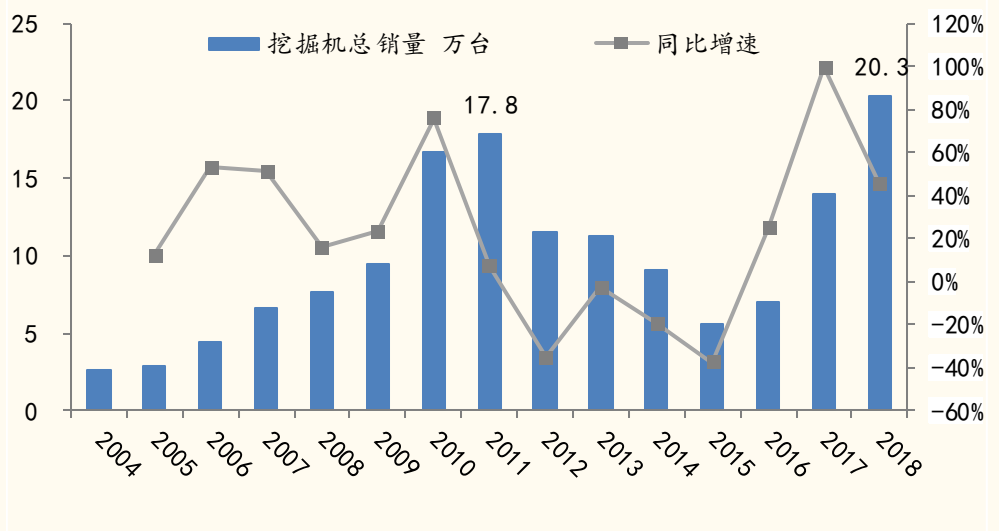
- 目前三一重工市值超 1000 亿元，但距离 2011 年上轮周期高峰的 1500 亿市值以上，仍有 30%左右的距离。我们预计工程机械龙头业绩有望持续超预期！
- 本文我们主要探讨工程机械龙头能否超越上轮周期？我们将以挖掘机作为典型产品进行分析，同时考虑到工程机械另外两大类产品——混凝土机械、汽车起重机的周期差异，来分析工程机械龙头——三一重工未来市值空间。

## 二、挖掘机：2018 年销量创年度新高，2019 年 3 月创单月新高

### 1、2018 年全年挖掘机销量 20.3 万台，创历史新高

- 根据中国工程机械工业协会挖掘机分会行业统计，2018 年全年纳入统计的 25 家主机制造企业，共计销售各类挖掘机产品 20.3 万台，同比增长 45%。2018 年挖掘机销量超过 2011 年的 17.8 万台，创历史新高。
- 2018 年，中国挖掘机国内市场销量（统计范畴不含港澳台）18.4 万台，同比增长 41%；出口销量 1.9 万台，同比增长 98%。

图表 4：2018 年中国挖掘机销量 20.3 万台（同比+45%），创历史新高

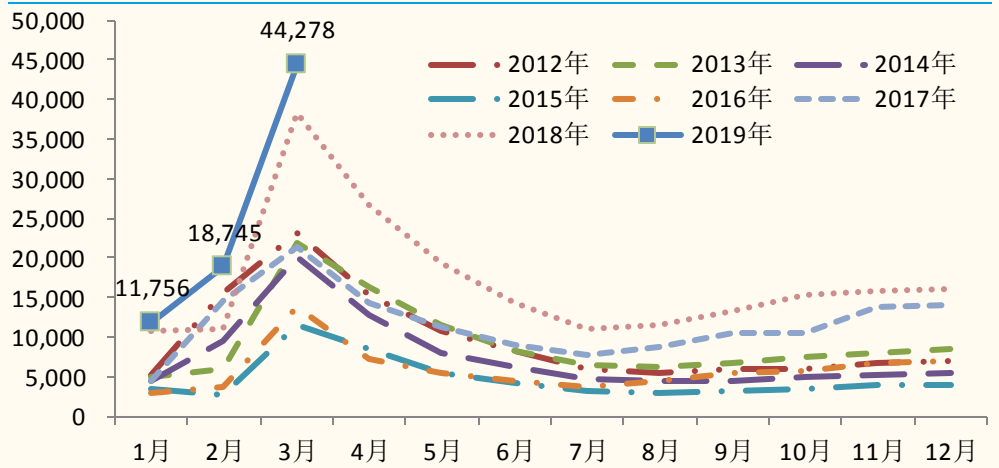


来源：中国工程机械工业协会挖掘机分会，国金证券研究所

### 2、2019 年 3 月，挖掘机销量 4.4 万台，单月销量创历史新高

- 2019 年 1-3 月，纳入统计的 25 家主机制造企业，共计销售各类挖掘机产品 74779 台，同比增长 25%。国内市场销量 69284 台，同比增长 24%。出口销量 5495 台，同比增长 32%。
- 2019 年 3 月，共计销售各类挖掘机产品 44278 台，同比增长 16%。国内市场销量（统计范畴不含港澳台）41884 台，同比增长 14%。出口销量 2394 台，同比增长 48%。

图表 5: 2019 年 3 月, 挖掘机销量 4.4 万台, 单月销量创历史新高



来源: 中国工程机械工业协会挖掘机分会, 国金证券研究所

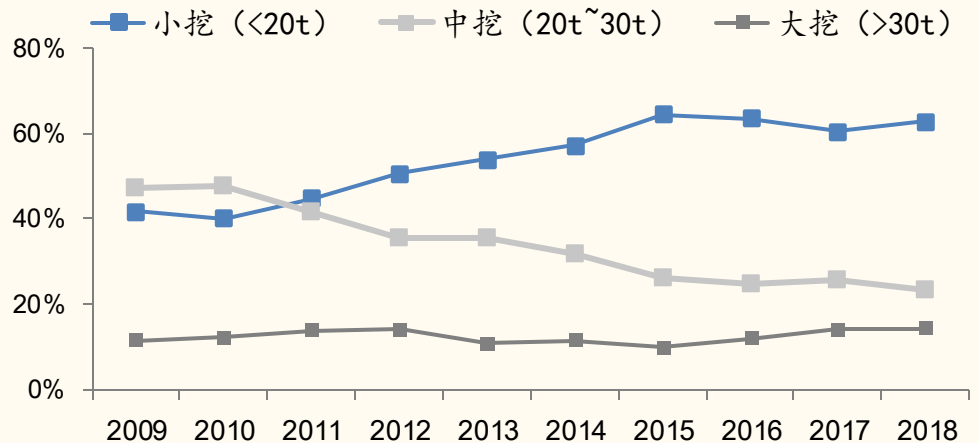


### 三、挖掘机为何热卖？数据含金量几何？市场需求及驱动因素分析

#### 1、近年来小挖销量占比快速提升，销量占比超 60%

- 我们首先客观分析各类型挖掘机销量，我们发现大挖、中挖、小挖销量分化，出现比较明显的结构性变化。
- 近年来小挖销量占比快速提升，2015-2018 年小挖 (<20t) 占比超 60%。

图表 6：小挖销量占比快速提升，2015-2018 年小挖 (<20t) 占比超 60%



来源：中国工程机械工业协会挖掘机分会，国金证券研究所整理

- 我们详细分析各类型挖掘机需求结构（基建、地产、矿山、制造业及农村需求），我们认为，小挖销量的大幅提升，和农村需求（农田水利、劳动力替代）的快速增长密切相关。
- 伴随着新型城镇化建设和新农村建设的深入及国内人力成本的不断提高，小挖特别是微挖在小型土石方工程和“机器人”等方面具备巨大潜力。在部分发达国家微挖市场占有率超过 50%甚至 60%，因此未来中国小挖（包括微挖）市场值得期待。

图表 7：挖掘机各类机型需求结构：基建、地产、矿山、制造业及农村需求

挖掘机需求	细分需求	大挖	中挖	小挖	需求描述
城镇需求	基建	大挖	中挖	小挖	铁路、公路、水利工程用中挖和大挖为主 房地产多用中挖，部分用小挖 采矿业多用大挖 制造业多用中挖、小挖
	房地产		中挖	小挖	
	采矿业	大挖			
农村需求	制造业		中挖	小挖	农村需求来源：以小挖为主，包括大量的微挖（MINI 挖）

来源：国金证券研究所整理（注：大中小挖按照小挖<20t，中挖 20-30t，大挖>30t 分类）

图表 8：小挖、微挖在农村中的应用越来越多（劳动力替代效应明显）



来源：雷沃工程机械集团，国金证券研究所整理

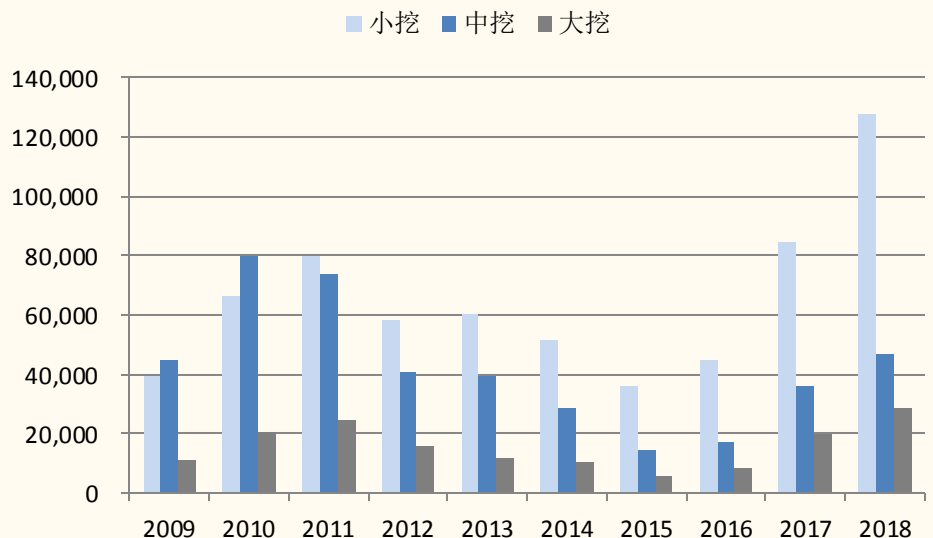
## 2、小挖在销量数据上贡献很大，但中挖大挖对行业龙头业绩贡献较大

- 挖掘机行业主要企业的收入增速，和挖掘机行业的销量增速具有一定差距。这主要是因为小挖的价格相对较低，利润相对较薄。相比之下，中挖、大挖对行业龙头业绩贡献较大。

## 3、中挖 2018 年销量和 2011 年相比还有比较大的差距

- 2018 年，小挖和大挖的销量已经超过 2011 年，但中挖 2018 年销量和 2011 年相比，销量为 2011 年的 63% 左右，与 2010 和 2011 年的高峰期还有比较大的差距。

图表 9：中挖 2018 年销量和 2011 年相比还有比较大的差距

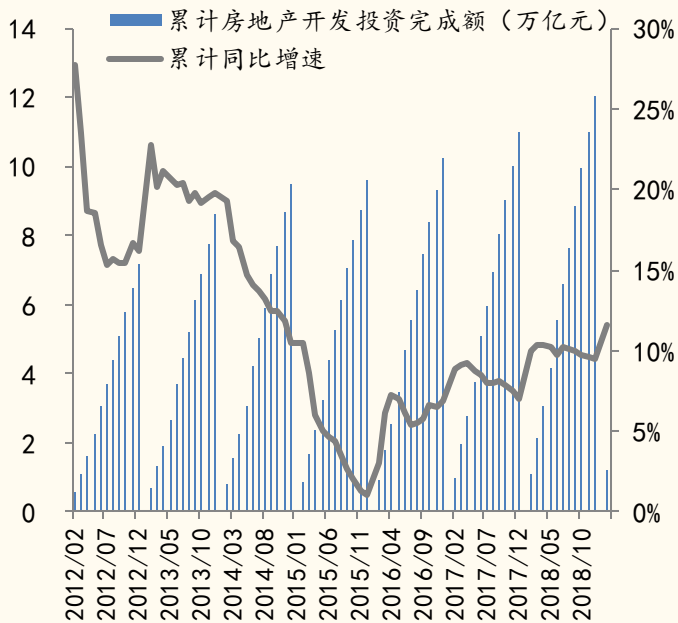


来源：中国工程机械工业协会挖掘机分会，国金证券研究所（注：大中小挖按照小挖<20t，中挖 20-30t，大挖>30t 分类）

## 4、挖掘机市场需求驱动因素一：房地产和基建需求增长

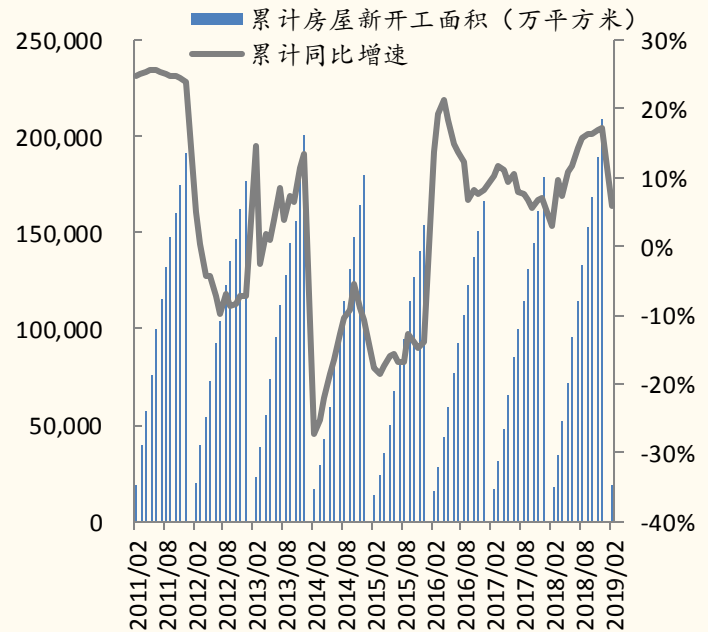
- 中国工程机械具有广阔的市场前景。实施京津冀协同战略、长江经济带战略、泛珠江三角洲经济区战略，设立并高标准建设雄安新区，建设粤港澳大湾区；推进以城市群为主体形态的新型城镇化建设；打造美丽乡村、建设新农村。我国在铁路、公路、机场、港口航道、水利、棚户区改造、地下管廊、环保等基础设施投资的巨大需求，将为工程机械行业带来长期发展机遇。
- 房地产和基建是挖掘机需求增长的主要领域。
- 2018 年房地产投资增长超预期，2019 年。挖掘机主要在于房地产施工前期使用，总体而言，其销量增速与房地产固定资产投资增速和房地产新开工房屋面积增速呈现正相关的关系。
- 2018 年，全国房地产开发投资完成额达 12 万亿元，同比名义增长 9.5%。同期累计房屋新开工面积同比增速达 17.2%。
- 2019 年 1-2 月，全国房地产开发投资 1.21 万亿元，同比增长 11.6%。
- 2019 年房地产投资不悲观：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，预计同比增长 0-5%。

图表 10：2018 年中国房地产投资累计同比增速达 9.5%



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

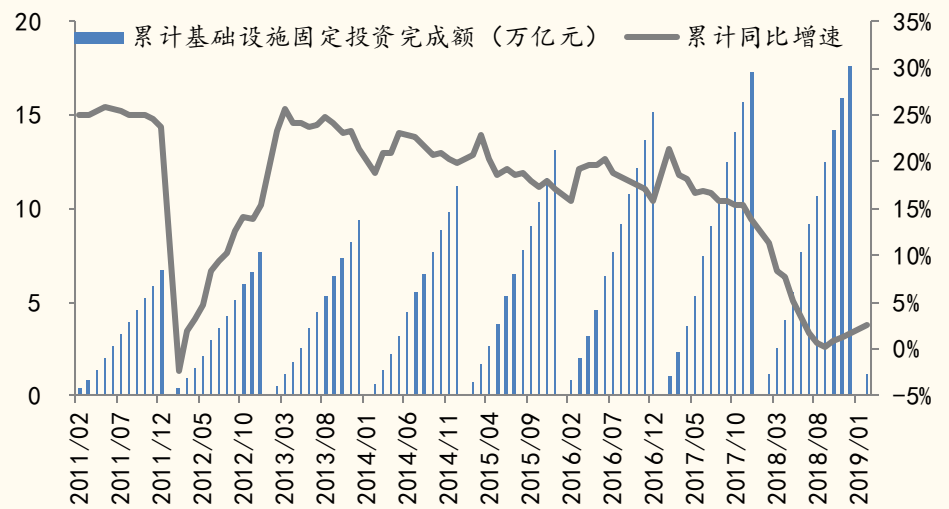
图表 11：2018 年累计房屋新开工面积同比增长 17.2%



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

- 基建投资受地方债务清理和财政支出回落的影响下，2018 年增速出现了大幅下滑，2018 年 1-12 月累计增速为 1.8%，远低于 2017 年同期的 15% 以上。
- 2018 年 12 月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。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基建板块逐步企稳，利好工程机械。我们预计 2019 年基建增速为 5-10%。

图表 12：2018 年 1-12 月，基建投资累计同比增长 1.8%



来源：中国工程机械工业协会挖掘机分会，国金证券研究所（注：大中小挖按照小挖<20t，中挖 20-30t，大挖>30t 分类）

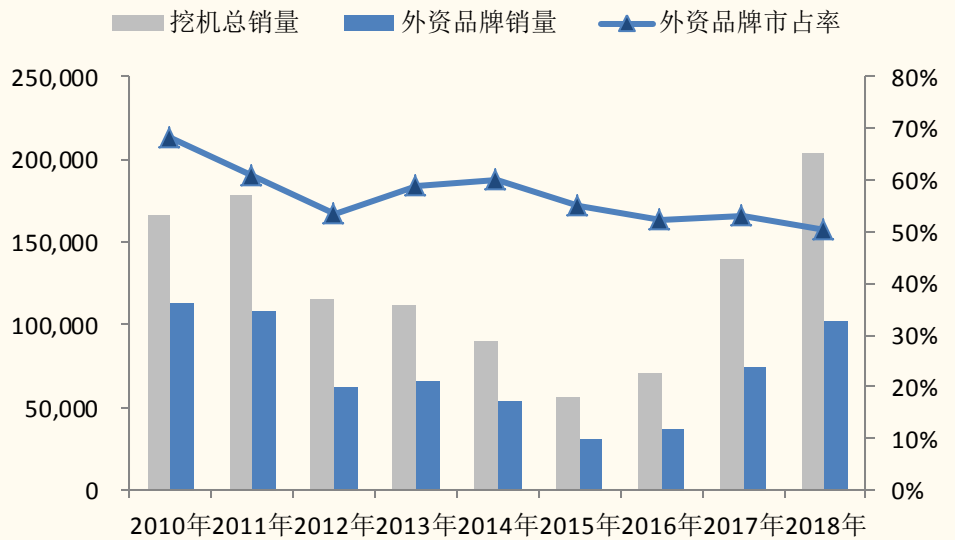
### 5、挖掘机市场需求驱动因素二：更换需求

- 更换需求为主要原因。挖掘机寿命在 8 年左右（6-10 年）。2010-2011 年（8-9 年前）正是挖掘机上一轮销售的高峰，当年销售的产品自 2017 年开始逐步进入更换高峰期，预计 2018-2020 年更新量达到高峰。

### 6、挖掘机市场需求驱动因素三：出口销量大幅增长、进口替代国产化提升

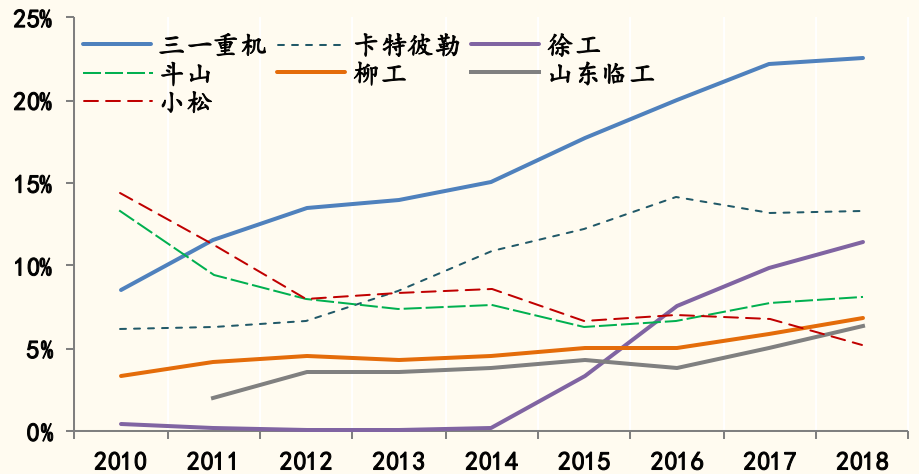
- 出口销量的大幅增长。2018 年挖掘机出口销量 1.9 万台，同比涨幅 97.5%。出口增速远超国内增速。
- 据中国工程机械工业协会统计数据，2019 年 1-3 月纳入统计的 25 家主机制造企业各类挖掘机械产出口销量 5450 台，同比增长 32%。出口增速继续领先于国内销量增速。
- 挖掘机国产比例逐步提升，进口替代效应明显。

图表 13: 挖掘机国产比例提升, 2018 年外资品牌市占率降至 50%



来源: 中国工程机械工业协会挖掘机分会, 国金证券研究所

图表 14: 挖掘机国产比例逐步提升: 三一、徐工、柳工市占率迅速提升



来源: 中国工程机械工业协会挖掘机分会, 国金证券研究所

### 7、挖掘机市场需求驱动因素四: 环保要求提升

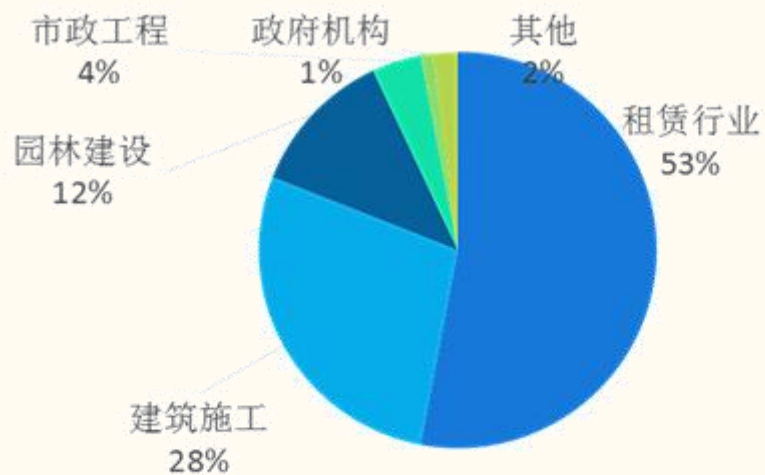
- 国家加强环保政策力度, 开展“蓝天保卫战”, 淘汰排放不达标老旧设备, 将长期拉动新设备需求。
- 环保要求对于具有汽车底盘的需要符合国家排放标准的汽车起重机、混凝土泵车、混凝土搅拌车等品种影响更为明显些。

### 8、挖掘机市场需求驱动因素五: 挖掘机人工替代及对装载机等的替代

- 人口红利逐步消减, 机械替代人工效应趋势愈加明显, 拉动中小吨位工程机械长期需求。小挖和微挖受益于人工替代, 在农田水利等广阔的农村市场具有较大市场空间。

- 近年来，挖掘机品种上内部替代装载机等其他工程机械品种。这也使得挖掘机的需求进一步增长。
- 根据山河智能小微挖研究院的数据，欧洲和北美，是全球微挖产品保有量最大的市场。近 20 年来，这两个地区小型挖掘机市场总体保持增长态势。
- 欧美微挖将多功能发挥到极致，未来中国市场有较大潜力。在大部分欧洲客户看来，各种属具可有效地拓展挖掘机的应用领域，替代各种功能单一、价格昂贵的专用机械，满足多样化、小型化的施工要求，并且减少辅助施工人员。挖掘机属具主要有挖斗类、抓斗抓具类、破碎锤剪钳类、铣刨钻类和快换连接类 5 大类。通过属具功能扩充，欧洲微挖将多功能发挥到了极致。

图表 15：小挖（含微挖）在欧洲等发达国家市场需求很大



欧洲小微挖终端用户群分布图

来源：山河智能小微挖研究院，国金证券研究所整理

#### 四、混凝土机械和汽车起重机，未来 2-3 年需求弹性好于挖掘机

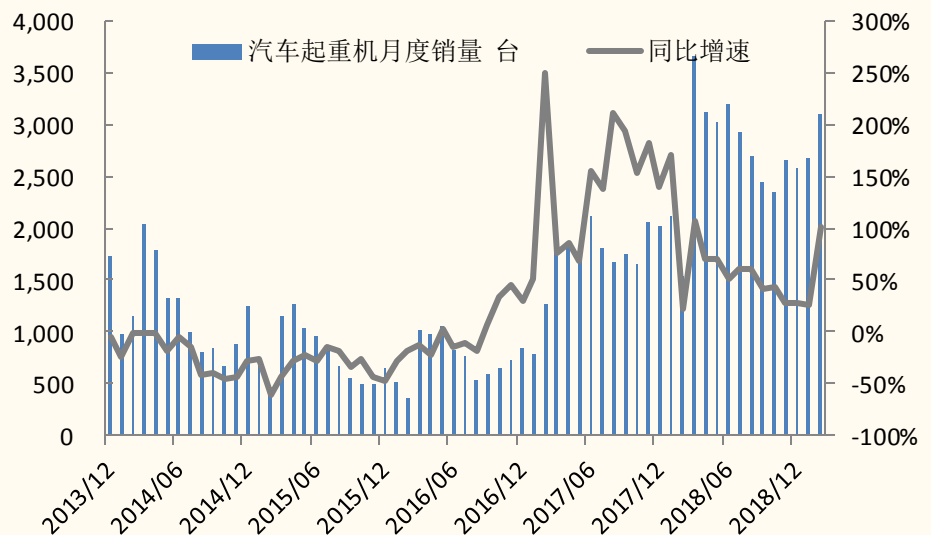
##### 1、混凝土机械、汽车起重机：更换高峰期可能持续到 2020-2021 年

- 我们判断挖掘机在 2018-2020 年迎来更换高峰期。混凝土机械、汽车起重机的寿命长于挖掘机 2 年左右，更换高峰期可能持续到 2020-2021 年。

##### 2、汽车起重机：2018 年销量快速增长，未来 2 年有望迎来更换高峰

- 汽车起重机：主要用于基础设施建设。工程起重机主要应用于基础设施建设；分为汽车起重机、履带起重机、随车起重机等 5 类，其中销量最大的为汽车起重机。
- 中国是全球最大的汽车起重机市场。汽车起重机在 2011 年高峰期有近 400 亿元规模。
- 中国汽车起重机市场：徐工机械约占半壁江山。徐工机械、三一重工、中联重科 3 家市占率达 90% 左右。
- 我们判断中国未来几年汽车起重机增长持续性有望好于挖掘机。汽车起重机寿命 10 年左右，长于挖掘机（8 年）。考虑到 2010-2011 年汽车起重机、挖掘机销量均为历史最高峰，根据更换需求模型，我们预计 2018-2020 年为挖掘机的更换高峰期，汽车起重机更换高峰期可能持续到 2020-2021 年。

图表 16：汽车起重机：2018 年销量快速增长，未来 2 年有望迎来更换高峰



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

图表 17：汽车起重机是工程起重机中市场规模最大的品种



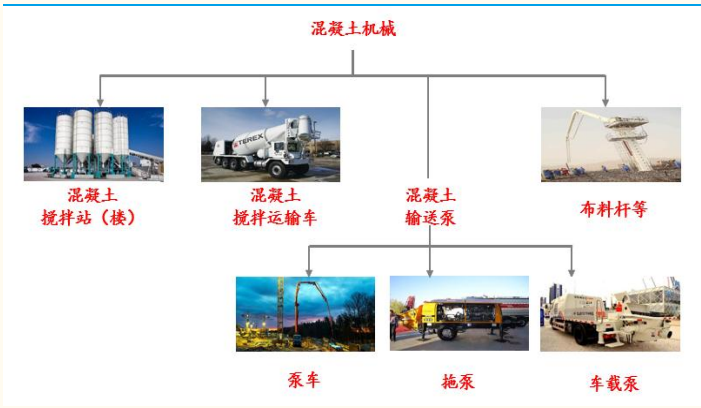
来源：徐工机械，国金证券研究所整理

### 3、混凝土机械：可能决定本轮工程机械龙头业绩复苏的高度

- 混凝土机械一定程度上决定了本轮工程机械龙头业绩复苏的高度。混凝土机械曾是中国几家工程机械龙头利润最丰厚的业务板块，之前最高峰时市场规模近 1000 亿元，三一重工毛利率曾接近 42%。由于激烈的市场竞争和房地产、基建投资增速下滑，混凝土板块在 2012-2016 年大幅下挫。2016 年我国混凝土机械主要产品销售规模略超 250 亿，略低于挖掘机。
- 工程机械龙头混凝土机械收入、利润曾全面超过挖掘机：无论从收入还是盈利能力上看，在上市公司经营的历史上，高毛利的混凝土机械产品曾一度强于挖掘机：以龙头三一重工为例，从收入上看，2008-2012 年，三一重工混凝土机械平均收入为 173.2 亿元，复合增长率达到 40.5%，毛利润平均为 68 亿元，复合增长率为 39.61%；在工程机械收入最强的 2011 年，三一重工混凝土机械收入及毛利润高达 260 亿和 109 亿，毛利率为 41.92%；相比之下，三一重工挖掘机在 2011 年业务收入和毛利润分别为 105 亿及 31 亿人民币，分别为当年混凝土机械收入和利润的 40.38%和 28.44%。
- 混凝土机械：2018 年行业销量距离 2011 年，还有较大空间。



图表 18：混凝土机械：主要包括混凝土泵车等



来源：三一重工、中联重科等官方网站，国金证券研究所

图表 19：混凝土泵车施工图



来源：三一重工、国金证券研究所整理

- 目前高端混凝土机械产品（如混凝土泵车）国内市场基本为寡头竞争格局。中国三大厂家（三一重工、中联重科、徐工集团）之前分别收购了具有混凝土全球顶尖技术的 3 家企业（普茨迈斯特、CIFA 和施维英）。
- 混凝土机械竞争格局：（1）三一重工：优势最大，王者归来！三一重工为工程机械龙头，公司混凝土机械已成为国内第一品牌，混凝土泵车产量居世界首位。（2）中联重科：轻装上阵。中联重科是混合所有制改革的典范，战略聚焦工程机械和农业机械。在全球混凝土机械行业处于领先地位。（3）徐工机械：国企优势明显。徐工集团最早拥有混凝土机械成套化产品；上市公司占据汽车起重机市场半壁江山。

## 五、投资建议：寻找中国的“卡特彼勒”，看好三一重工等

- 我们维持工程机械行业“买入”评级。
- 我们认为本轮工程机械复苏周期，有望超过前一轮周期高点。
- 我们观察周期股中的典型代表，水泥行业龙头——海螺水泥 2017 年市值已超过 2011 年上轮周期高点，重卡行业龙头——潍柴动力 2019 年市值已超过 2010 年的上轮周期高点。工程机械龙头三一重工目前市值距 2011 年上轮周期高峰的 1500 亿市值，仍有 30%左右的距离。
- 我们预计工程机械龙头业绩有望持续超预期！工程机械龙头三一、徐工、中联 2019 年一季报业绩预增翻倍增长。
- 2019-2021 年混凝土机械、汽车起重机有望接力，业绩弹性有望超过挖掘机。混凝土机械一定程度上决定了本轮工程机械龙头业绩复苏的高度。
- 我们寻找中国的“卡特彼勒”，重点看好三一重工，看好徐工机械、中联重科、恒立液压、浙江鼎力。

图表 20：工程机械：重点看好三一重工、徐工机械、中联重科、恒立液压、浙江鼎力

简称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS				PE				PEG
			2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
三一重工	1087	12.98	0.27	0.78	1.03	1.17	33.24	10.63	12.60	11.09	0.31
徐工机械	401	5.12	0.15	0.26	0.38	0.46	31.79	12.39	13.46	11.17	0.30
中联重科	402	5.35	0.17	0.26	0.40	0.48	26.16	13.76	13.54	11.10	0.26
恒立液压	272	30.80	0.61	1.00	1.28	1.54	45.26	30.94	24.13	20.03	0.24
浙江鼎力	193	78.08	1.60	1.94	2.64	3.54	49.14	29.03	29.58	22.05	0.82
安徽合力	92	12.45	0.55	0.79	0.91	1.05	19.09	11.12	13.68	11.82	0.88
柳工	118	8.02	0.29	0.54	0.77	0.90	29.72	11.24	10.39	8.93	0.24
艾迪精密	79	30.32	0.79	0.86	1.24	1.63	41.87	28.01	24.31	18.51	0.55

来源：Wind，国金证券研究所（股价截至 2019/4/12，EPS、PE 均为 Wind 一致预测值，PEG 为 Wind 预测 peg(fy1)）

## 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。
- **竞争环境加剧可能影响企业毛利率。**若行业竞争格局加剧，例如上轮周期的恶性竞争，可能导致企业低价竞争，影响企业毛利率拉低盈利水平。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH