

工程机械行业 2018 年报及 2019 年一季报总结

基本面强劲业绩靓丽，行业龙头优势显著

推荐（维持）

- 2018 年各类工程机械产品保持增长，其中起重机械挖掘机械增速领先；2019Q1 挖机在高基数的基础上保持增长超预期，起重机械持续高增长，其他小品类增速放缓或略有下滑。**2018 年挖机销量高达 203420 台，同比涨幅 45.0% 创历史新高；销售汽车起重机 32192 台，同比增长 59%，销售装载机/推土机/压路机/平地机/叉车分别 11.9 万台/7600 台/31158 台/5261 台/59.73 万辆，同比增速分别达到 22%/33.2%/79%/16%/20%。2019Q 销售挖掘机械产品 74779 台，同比增长 24.51%，销售汽车起重机 12415 台，同比增长 70%，销售装载机/推土机/压路机/平地机/叉车分别 2.93 万台/1795 台/4672 台/1226 台/59.73 万辆，同比增速分别达到 7%/-15%/-6%/-21%/20%。
- 工程机械 2018 年年报及 2019 年一季报总览：营收利润持续增长，盈利能力进一步提升，资产质量进一步改善。**2018 年纳入统计的 12 家工程机械上市企业营收合计为 1880.47 亿元，同比增长 40%，归母净利润合计为 143.07 亿元，同比增长 113%，综合毛利率水平达到 25%，比上年提升 0.67 个百分点，净利润率 8%，比上年同期提升 2.61 个百分点，平均存货周转天数为 110 天，比上年同期减少 15 天，平均应收账款周转天数 114 天，比上年同期减少 28 天，经营活动现金流净额合计达到 530 亿元，同比增长 27%，创历史新高。2019 年一季度营收合计为 536 亿元，同比增长 35%，归母净利润合计为 34 亿元，同比增长 111%，综合毛利率水平为 24%，净利润率为 6%，平均存货周转天数为 113 天，比上年同期减少 27 天，平均应收账款周转天数 137 天，比上年同期减少 42 天，经营活动现金流净额合计达到 39 亿元，同比减少 9%。
- 基于工程机械销量数据与宏观经济指标相关性降低，环保政策趋严继续促进升级换代需求。**以挖掘机为代表的工程机械的需求取决于下游施工需求，而施工需求主要来源于基础设施建设、房地产投资、矿山开采等。因此，工程机械需求与宏观经济形势紧密相连，历史上挖机销量的增速也与基建投资增速、房屋新开工面积增速高度相关。但工程机械行业自 2016 年四季度起的新一轮高速增长跟宏观指标之间出现了一定程度的背离，是因为这一轮更新换代需求（特别是环保政策趋严之后促使产品提前进入更新周期）、机器换人需求、挖机对其他机械的替代需求都扩大了单位工程量对挖掘机械的需求，使得从 2016 年起挖机增速数据与宏观经济指标的相关性降低。新增需求中行业自身的周期性以及环保带来的促进作用扮演了更为重要的角色。基于行业自身更新周期尚未结束，环保政策继续趋严促进升级换代需求，行业增速整体虽进入增速放缓期，对全年挖机销量增速不悲观，看好起重机械、混凝土机械 2019 年全年增速。
- 投资建议：**维持对工程机械行业“推荐”的投资评级，持续看好行业龙头，推荐标的三一重工、恒立液压、徐工机械、建设机械，建议关注中联重科、艾迪精密、柳工。
- 风险提示：**基建及地产投资不及预期，竞争加剧。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
三一重工	12.25	1.13	1.31	1.45	10.84	9.35	8.45	3.26	强推
恒立液压	28.71	1.48	1.76	1.96	19.4	16.31	14.65	5.57	强推
徐工机械	4.58	0.47	0.56	0.61	9.74	8.18	7.51	1.19	推荐
中联重科	4.95	0.42	0.48	0.53	11.79	10.31	9.34	1.01	推荐
柳工	7.35	0.77	0.92	1.0	9.55	7.99	7.35	1.12	推荐
艾迪精密	20.89	1.22	1.68	2.16	17.12	12.43	9.67	7.88	推荐
建设机械	6.74	0.52	0.77	1.06	12.96	8.75	6.36	1.66	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 04 月 30 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：李佳

电话：021-20572564
邮箱：lijia@hcyjs.com
执业编号：S0360514110001

证券分析师：鲁佩

电话：021-20572564
邮箱：lupei@hcyjs.com
执业编号：S0360516080001

证券分析师：赵志铭

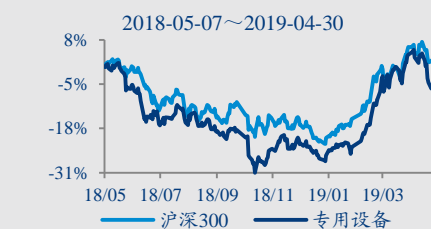
电话：021-20572557
邮箱：zhaozhiming@hcyjs.com
执业编号：S0360517110004

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	158	4.38
总市值(亿元)	9,954.48	1.61
流通市值(亿元)	7,530.15	1.66

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-9.04	25.2	-1.73
相对表现	-5.38	6.27	-5.4



相关研究报告

《存量项目加速推进，农村基建提供增量项目，继续强推工程机械》

2018-07-25

《挖掘机行业 2 月月报：2 月挖机增长 68.7% 超预期，国产龙头继续保持领先优势》

2019-03-14

《挖机行业 3 月月报：3 月挖机销量高基数下持续增长，国产龙头继续保持领先优势》

2019-04-11

目 录

一、2018 年及 2019Q1 工程机械行业总览：销量持续增长，国产龙头份额提升.....	5
(一) 2018 年行业销量：各品类均保持增长，挖机销量创历史新高.....	5
1、挖掘机械：销量创历史新高，国产品牌市占率不断提升.....	5
2、其他品类工程机械产品：均保持增长，压路机起重机增速领先.....	7
(二) 2019Q1 行业销量：起重机械增速领先，挖机销量在高基数下持续增长.....	9
1、挖掘机械：高基数下持续增长，国产龙头保持领先优势.....	9
2、其他品类工程机械产品：起重机械维持高增长，其它品类增速放缓或略有下滑.....	9
(三) 工程机械销量数据与宏观经济相关性降低，环保政策趋严继续促进升级换代需求.....	11
二、工程机械行业 2018 年报及 2019 一季报总览：营收业绩高增长，资产质量进一步提升.....	13
(一) 2018 年年报总览：营收利润大幅增长，现金流创历史新高.....	13
(二) 2019 年一季报总览：营收利润持续增长.....	15
三、重点上市公司分析.....	17
(一) 三一重工：2018 完美收官，2019 开局良好.....	17
(二) 恒立液压：2018 业绩靓丽，2019 进口替代持续.....	17
(三) 徐工机械：业绩高增长，报表进一步出清.....	18
(四) 中联重科：业绩强势增长，经营质量大幅改善.....	18
(五) 柳工：业绩保持增长，盈利能力稳步提升.....	19
(六) 艾迪精密：定增扩产化解产能紧张，液压件国产替代空间大.....	19
(七) 建设机械：业绩大幅增长，庞源租赁表现亮眼.....	20
四、投资策略.....	20
五、风险提示.....	21

图表目录

图表 1.	挖掘机历年销量及 YOY	5
图表 2.	各品牌挖机市占率变化趋势	6
图表 3.	挖掘机市场 CR5、CR3 变化趋势	6
图表 4.	三一重工、徐挖、柳工挖掘机市占率情况	7
图表 5.	汽车起重机年度销售数据	7
图表 6.	随车起重机年度销售数据	7
图表 7.	履带起重机年度销售数据	8
图表 8.	装载机年度销售数据	8
图表 9.	推土机年度销售数据	8
图表 10.	压路机年度销售数据	8
图表 11.	平地机年度销售数据	8
图表 12.	叉车年度销售数据	8
图表 13.	挖掘机总月度销售数据	9
图表 14.	小型挖掘机月度销售数据	9
图表 15.	中型挖掘机月度销售数据	9
图表 16.	大型挖掘机月度销售数据	9
图表 17.	汽车起重机月度销售数据	10
图表 18.	随车起重机月度销售数据	10
图表 19.	履带起重机月度销售数据	10
图表 20.	装载机月度销售数据	10
图表 21.	推土机月度销售数据	10
图表 22.	压路机月度销售数据	10
图表 23.	平地机月度销售数据	11
图表 24.	叉车月度销售数据	11
图表 25.	工程机械保有量与下游施工需求之间有平衡关系	11
图表 26.	挖机销量增速 VS 房屋新开工面积增速	12
图表 27.	挖机销量增速 VS 基建投资增速	12
图表 28.	小松开机小时数变化趋势	13
图表 29.	工程机械行业 2018 年营收及 YOY	13
图表 30.	工程机械行业 2018 年归母净利润及 YOY	13
图表 31.	工程机械行业 2018 年毛利率	14
图表 32.	工程机械行业 2018 年净利率	14

图表 33.	工程机械行业 2018 年存货周转天数.....	14
图表 34.	工程机械行业 2018 年应收账款周转天数.....	14
图表 35.	工程机械行业 2018 年经营活动现金流净额（亿元）.....	15
图表 36.	工程机械行业 2019Q1 营收及 YOY.....	15
图表 37.	工程机械行业 2019Q1 归母净利润及 YOY.....	15
图表 38.	工程机械行业 2019 年一季度毛利率.....	16
图表 39.	工程机械行业 2019 年一季度净利率.....	16
图表 40.	工程机械行业 2019 年一季度存货周转天数.....	16
图表 41.	工程机械行业 2019 年一季度应收账款周转天数.....	16
图表 42.	工程机械行业 2019 年一季度经营活动现金流净额（亿元）.....	16
图表 43.	工程机械重点公司盈利预测及投资评级.....	21

一、2018 年及 2019Q1 工程机械行业总览：销量持续增长，国产龙头份额提升

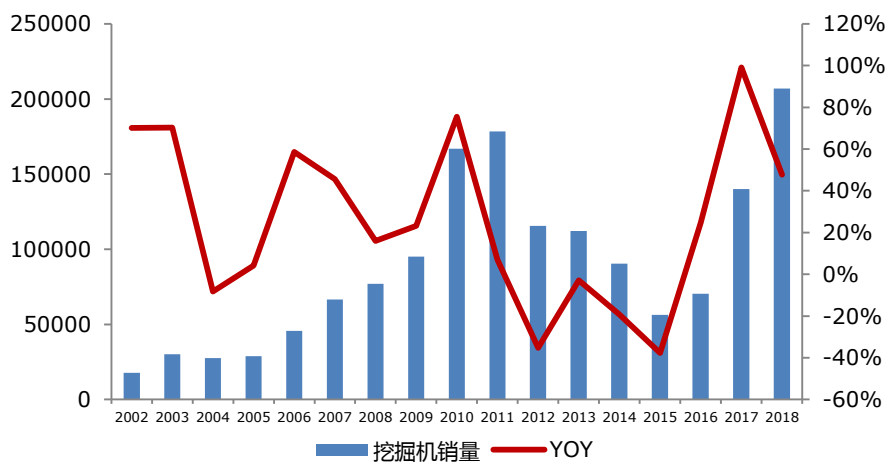
（一）2018 年行业销量：各品类均保持增长，挖机销量创历史新高

1、挖掘机械：销量创历史新高，国产品牌市占率不断提升

➤ 销量情况：销量创历史新高

2018 年挖机销量突破 20 万台，创历史新高。2018 年挖机销量高达 203420 台，同比涨幅 45.0%，其中国内市场销量 184190 台，同比涨幅 41.1%，出口销量 19100 台，同比涨幅 97.5%。

图表1. 挖掘机历年销量及 YOY



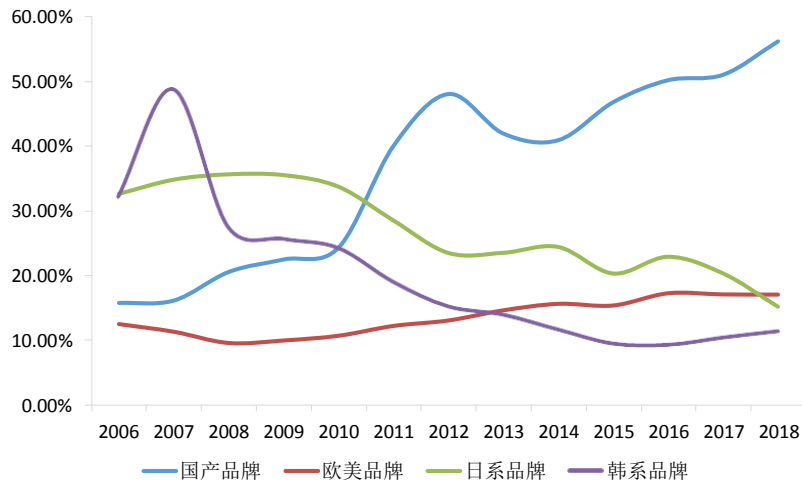
资料来源：中国工程机械工业协会，华创证券

➤ 竞争情况：国产品牌市占率不断提升

从竞争格局来看，国产品牌市占率不断提升，集中度不断提升，全年市场销量前五分别为三一重机、卡特彼勒、徐挖、斗山、柳工。

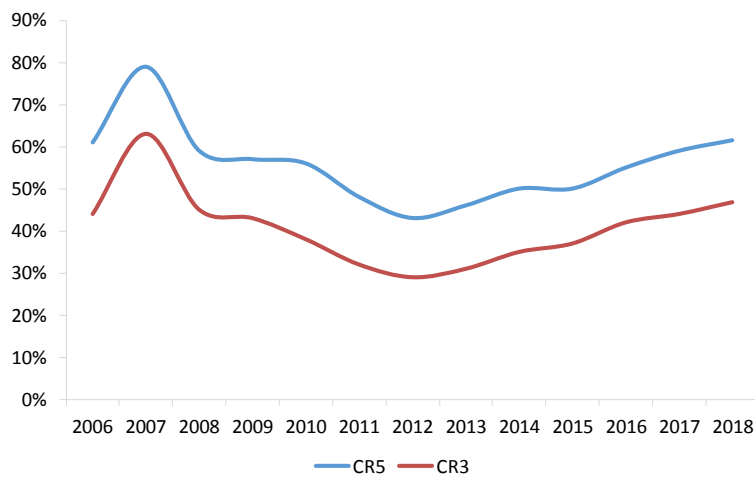
近年来挖机市场竞争整体趋势为国产化和集中度提升。2018 年国产挖掘机品牌市场占有率升至 56.2%，同时日系挖掘机品牌市占率下降速度较快；2018 年日系挖掘机品牌市场占有率已降至 15.16%，相比其 2008 年 35% 市占率缩水过半；欧美和韩系挖机品牌市占率分别为 17.12% 和 11.51%。

图表2. 各品牌挖机市占率变化趋势



资料来源：中国工程机械工业协会，华创证券

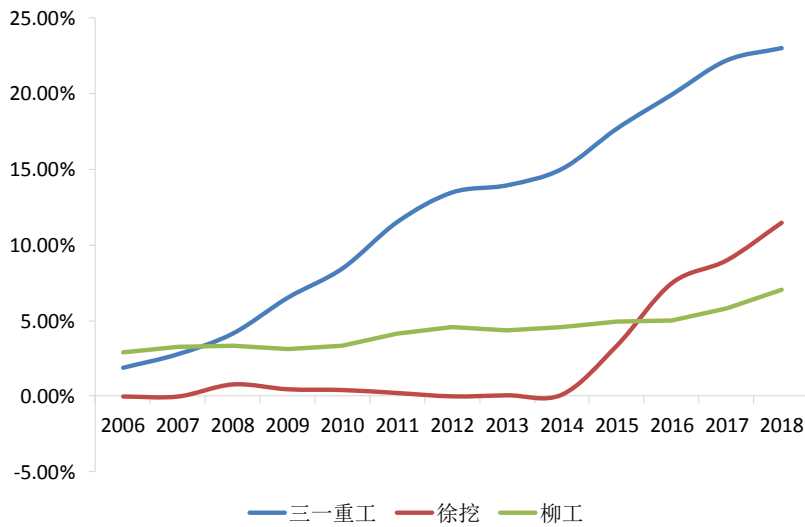
图表3. 挖掘机市场 CR5、CR3 变化趋势



资料来源：中国工程机械工业协会，华创证券

三一、徐挖、柳工三家公司市占率自 2013 年以来保持快速上升态势，2018 年底三家公司的市占率分别达到 23.07%、11.51%和 7.02%，同比增长 0.81%、2.49%、1.18%，与 13 年相比上升了 9.09%、11.43%、2.65%，增长幅度明显。

图表4. 三一重工、徐挖、柳工挖掘机市占率情况

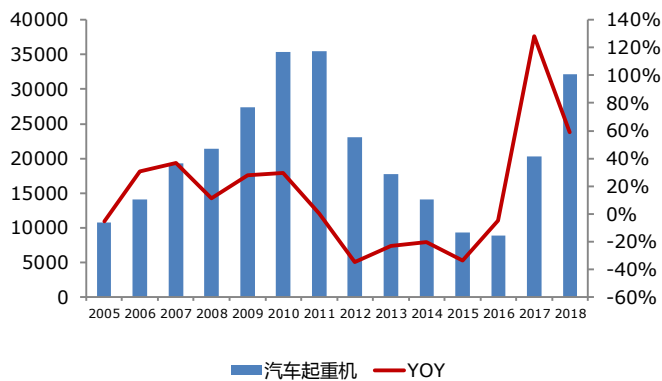


资料来源：中国工程机械工业协会，华创证券

2、其他品类工程机械产品：均保持增长，压路机起重机增速领先

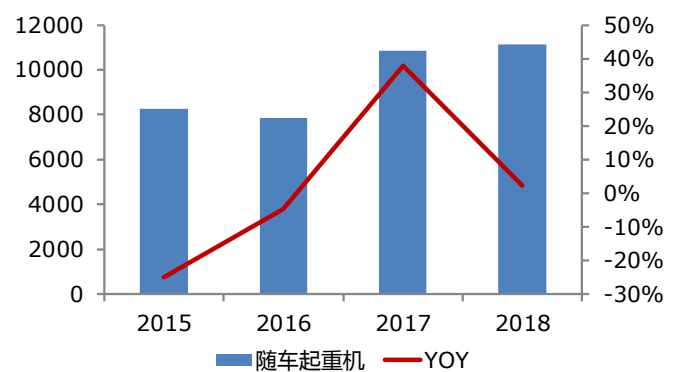
2018 年销售汽车起重机 32192 台，同比增长 59%，销售随车起重机 11118 台，同比增长 2%，销售履带起重机 1513 台，同比增长 12%，销售装载机 11.9 万台，同比增长 22%；销售推土机 7600 台，同比增长 33.2%，销售压路机 31158 台，同比增长 79%，销售平地机 5261 台，同比增长 16%，销售叉车 59.73 万辆，同比增长 20%。

图表5. 汽车起重机年度销售数据



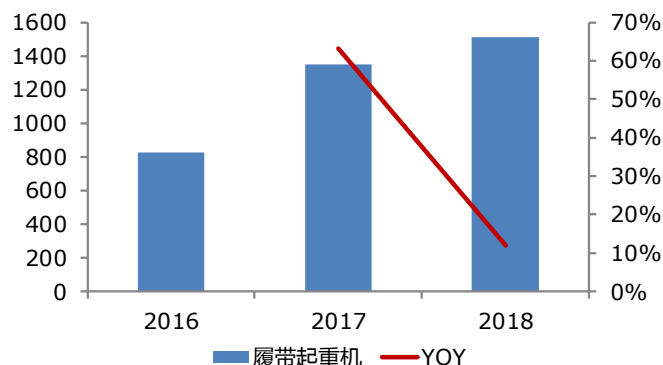
资料来源：wind，华创证券

图表6. 随车起重机年度销售数据



资料来源：wind，华创证券

图表7. 履带起重机年度销售数据



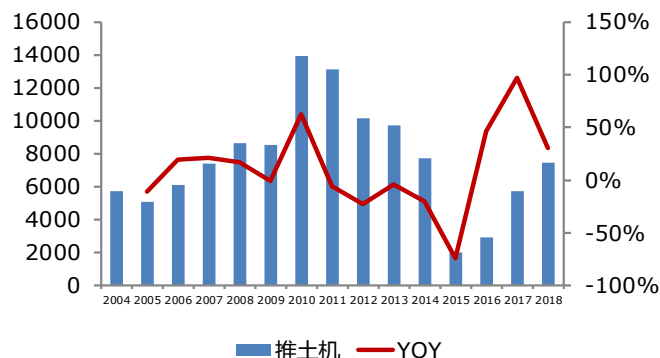
资料来源: wind, 华创证券

图表8. 装载机年度销售数据



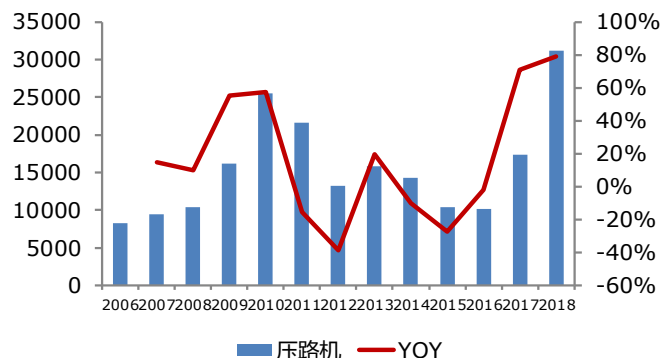
资料来源: wind, 华创证券

图表9. 推土机年度销售数据



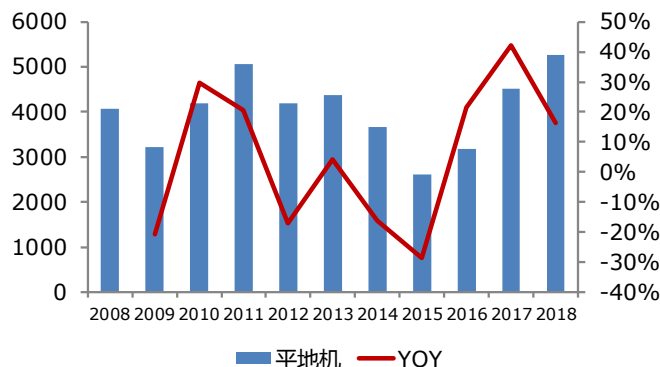
资料来源: wind, 华创证券

图表10. 压路机年度销售数据



资料来源: wind, 华创证券

图表11. 平地机年度销售数据



资料来源: wind, 华创证券

图表12. 叉车年度销售数据



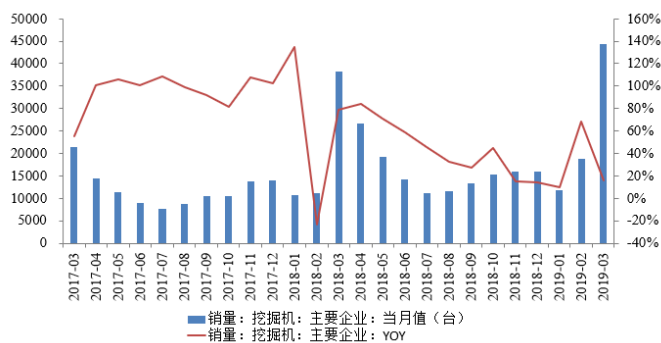
资料来源: wind, 华创证券

(二) 2019Q1 行业销量：起重机械增速领先，挖机销量在高基数下持续增长

1、挖掘机械：高基数下持续增长，国产龙头保持领先优势

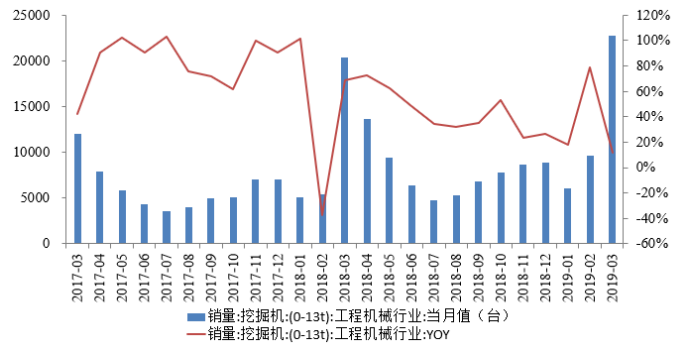
2019 年一季度累计销售各类挖掘机械产品 74779 台，同比涨幅 24.51%。国内市场销量 45270 台，同比涨幅 46.03%。出口销量 5450 台，同比涨幅 31.93%。从销量结构上来看，2019 年一季度我国主要企业小型 (0-13t)、中型 (13-30t)、大型 (30t 以上) 挖掘机销量分别为 38722、26314、9743，结构占比分别为 51.78%、35.19%、13.03%，同比分别增长 25.35%、29.29%、10.49%。

图表13. 挖掘机总月度销售数据



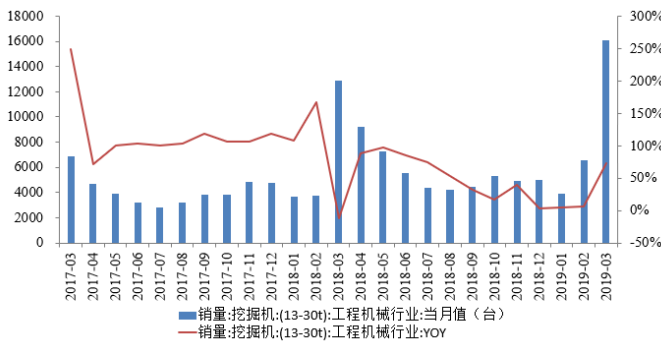
资料来源：wind，华创证券

图表14. 小型挖掘机月度销售数据



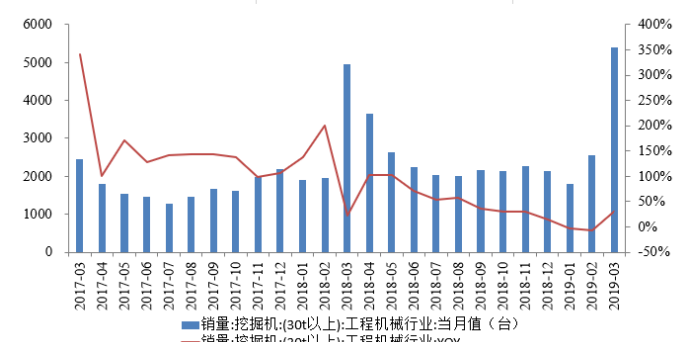
资料来源：wind，华创证券

图表15. 中型挖掘机月度销售数据



资料来源：wind，华创证券

图表16. 大型挖掘机月度销售数据



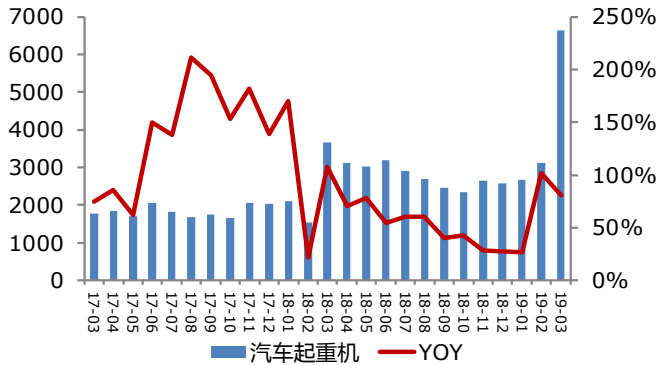
资料来源：wind，华创证券

2019 年一季度，国产、欧美、日系、韩系挖掘机品牌分别销售 45270、11009、9788、8712 台，同比分别增长 46.03%、1.97%、-7.21%、12.92%，市占率分别为 60.54%、14.72%、13.09%、11.65%，跟去年同期相比变动幅度分别为 8.92%、-3.25%、-4.47%、-1.19 个百分点。2019 年一季度累计 CR5 和 CR3 分别为 65.69% 和 50.71%，同比上年同期提升了 4.73 和 5.23 个百分点。

2、其他品类工程机械产品：起重机械维持高增长，其它品类增速放缓或略有下滑

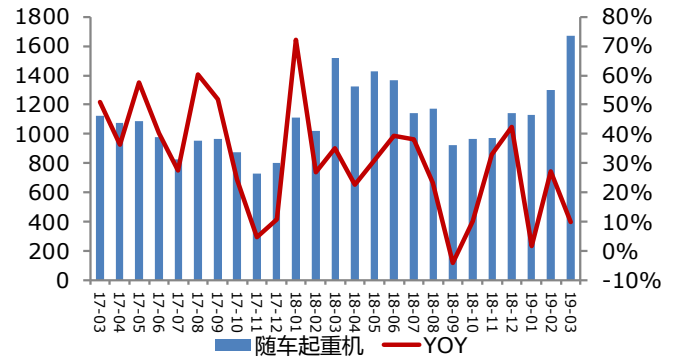
2019 年一季度销售汽车起重机 12415 台，同比增长 70%，销售随车起重机 4098 台，同比增长 12%，销售履带起重机 653 台，同比增长 70%，销售装载机 2.93 万台，同比增长 7%；销售推土机 1795 台，同比下降 15%，销售压路机 4672 台，同比下降 6%，销售平地机 1226 台，同比下降 21%，销售叉车 59.73 万辆，同比增长 20%。

图表17. 汽车起重机月度销售数据



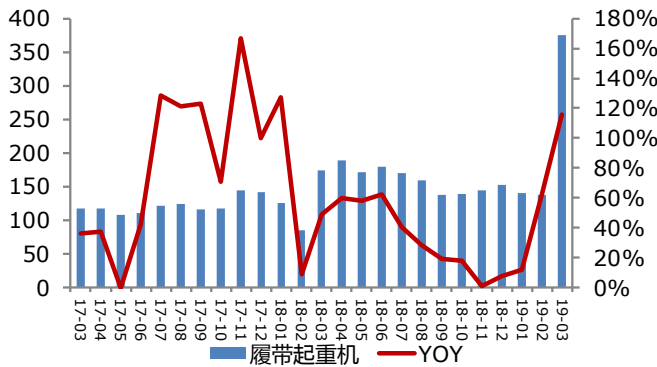
资料来源: wind, 华创证券

图表18. 随车起重机月度销售数据



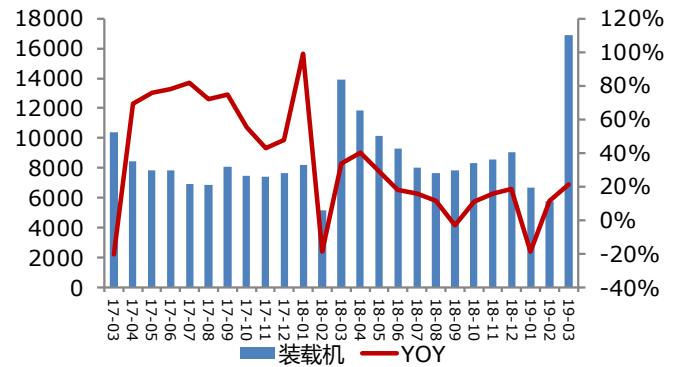
资料来源: wind, 华创证券

图表19. 履带起重机月度销售数据



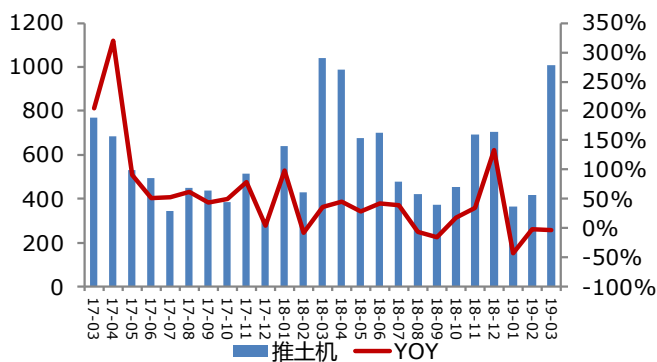
资料来源: wind, 华创证券

图表20. 装载机月度销售数据



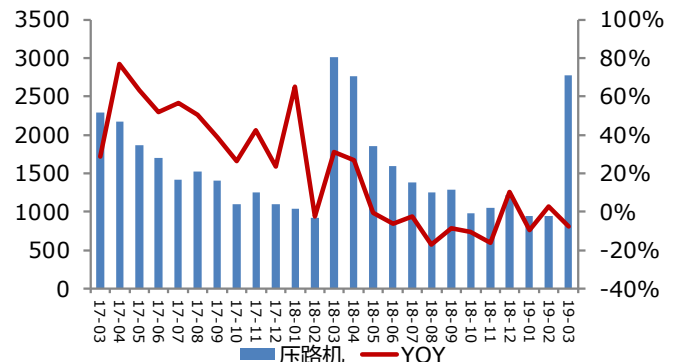
资料来源: wind, 华创证券

图表21. 推土机月度销售数据



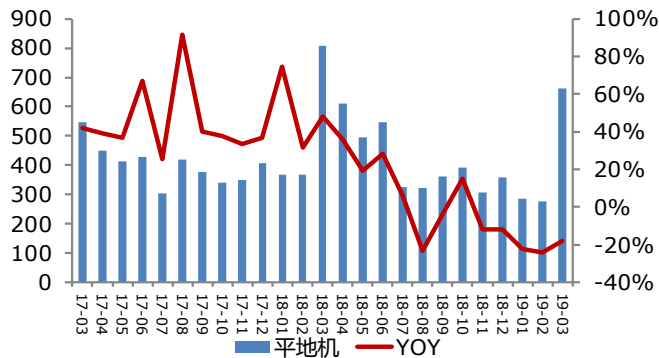
资料来源: wind, 华创证券

图表22. 压路机月度销售数据



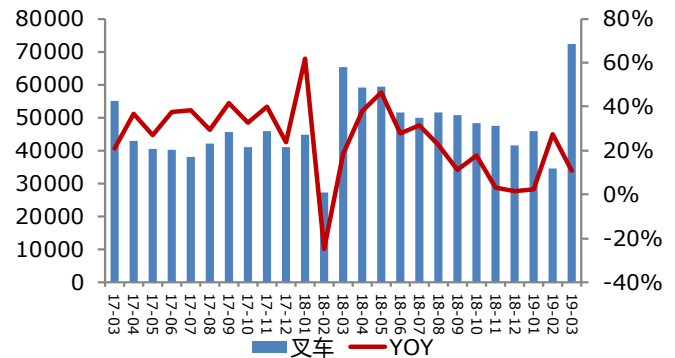
资料来源: wind, 华创证券

图表23. 平地机月度销售数据



资料来源: wind, 华创证券

图表24. 叉车月度销售数据

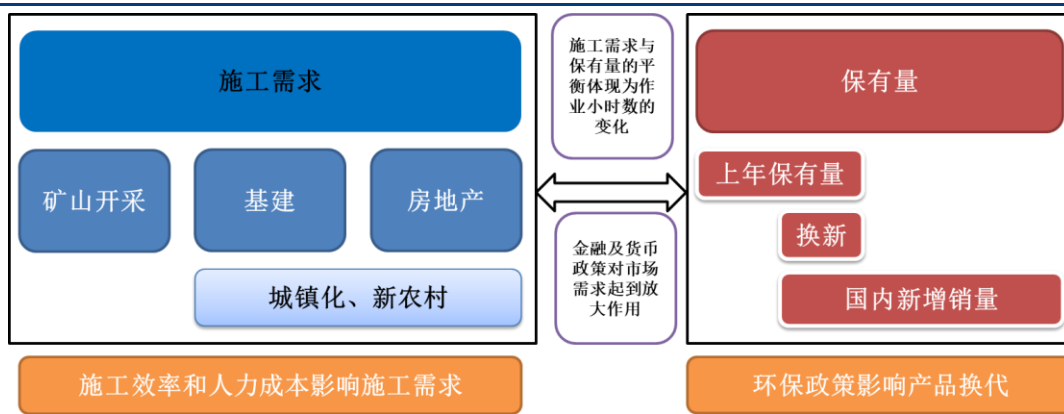


资料来源: wind, 华创证券

(三) 工程机械销量数据与宏观经济相关性降低, 环保政策趋严继续促进升级换代需求

以挖掘机为代表的工程机械的需求取决于下游施工需求, 而施工需求主要来源于基础设施建设、房地产投资、矿山开采等。因此, 工程机械需求与宏观经济形势紧密相连, 历史上挖机销量的增速也与基建投资增速、房屋新开工面积增速高度相关。但是, 工程机械行业自 2016 年四季度起的新一轮增长跟宏观指标之间出现了一定程度的背离, 是因为这一轮更新换代需求 (特别是环保政策趋严之后促使产品提前进入更新周期)、机器人需求、挖机对其他机械的替代需求都扩大了单位工程量对挖掘机械的需求, 使得从 2016 年起挖机增速数据与宏观经济指标的相关性降低。尽管如此, 我们认为, 挖掘机械的需求依然取决于施工量与保有量之间的动态平衡。新增需求中行业自身的周期性以及环保带来的促进作用扮演了更为重要的角色。基于行业自身更新周期尚未结束, 环保政策继续趋严促进升级换代需求, 对全年挖机销量增速不悲观。

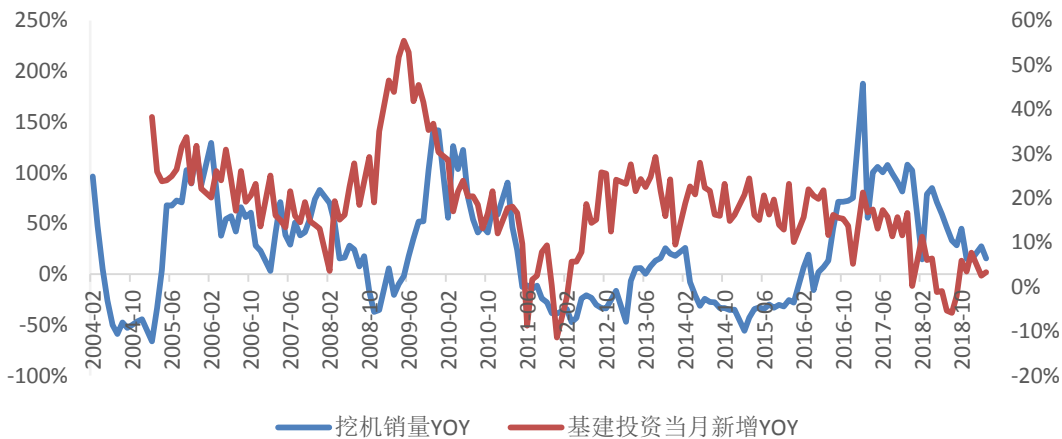
图表25. 工程机械保有量与下游施工需求之间有平衡关系



资料来源: 中国工程机械工业协会挖掘机分会, 华创证券

图表26. 挖机销量增速 VS 房屋新开工面积增速

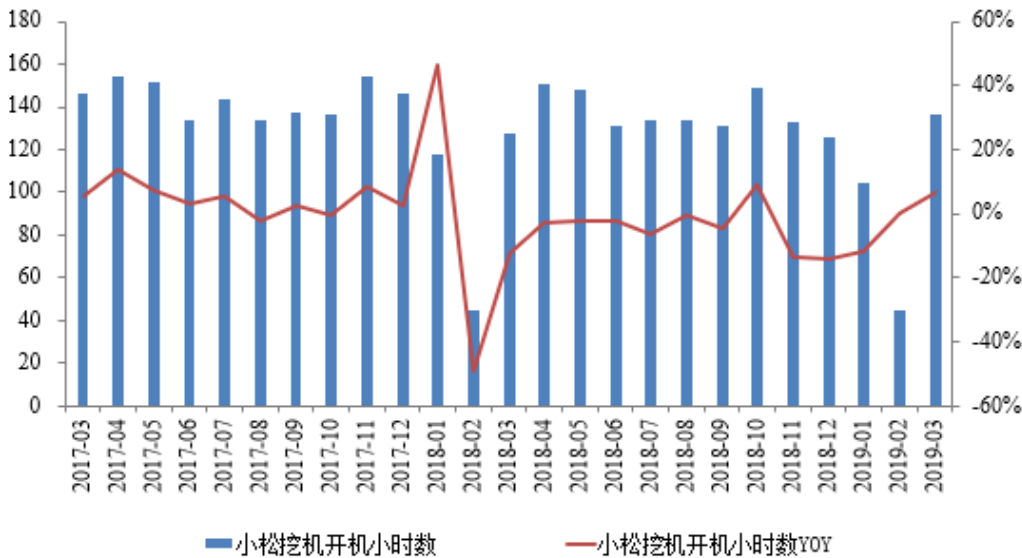

资料来源: wind, 华创证券

图表27. 挖机销量增速 VS 基建投资增速


资料来源: wind, 华创证券

小松开机小时数从 2018 年开始延续下降趋势, 我们认为长远来看, 挖机开机小时数是趋势性下降的, 主要由于环保因素和工人劳动时间的下降导致的。另外, 小挖微挖的占比提升也将体现出挖机小时数整体下降。从发达国家经验来看, 日本挖机开机小时数维持在 60 小时上下, 欧洲为 80 小时, 美国为 70-80 小时。3 月份小松挖掘机开工小时数为 136.3, 同比增长 6.5%。随着春节假期结束, 3 月开始迎来春季开工, 小松开机小时数同比微增。

图表28. 小松开机小时数变化趋势



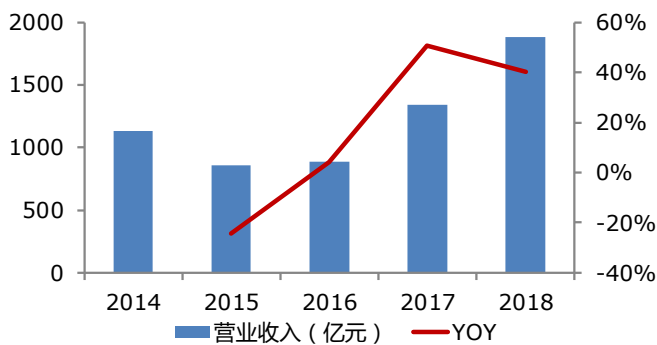
资料来源：小松官网，华创证券

二、工程机械行业 2018 年报及 2019 一季度报总览：营收业绩高增长，资产质量进一步提升

（一）2018 年年报总览：营收利润大幅增长，现金流创历史新高

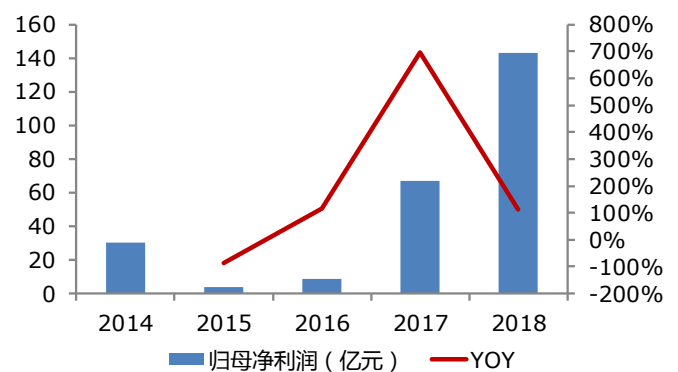
- **营收利润增长情况：**纳入统计的 12 家工程机械上市企业 2018 年营收合计为 1880.47 亿元，同比增长 40%，归母净利润合计为 143.07 亿元，同比增长 113%。

图表29. 工程机械行业 2018 年营收及 YOY



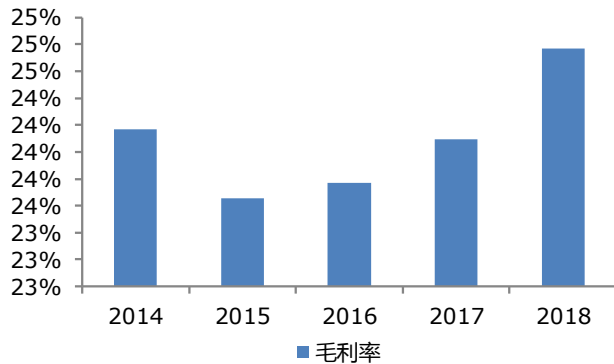
资料来源：wind，华创证券

图表30. 工程机械行业 2018 年归母净利润及 YOY

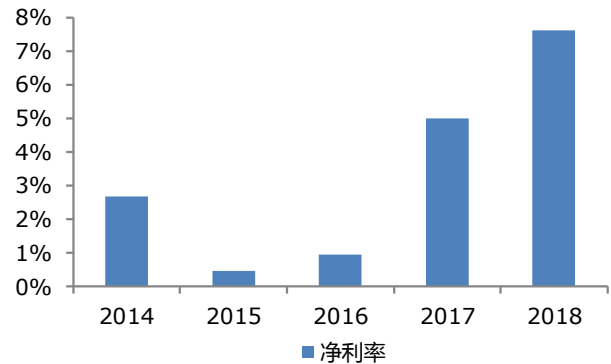


资料来源：wind，华创证券

- **盈利能力：**2018 年纳入统计的 12 家工程机械上市企业综合毛利率水平达到 25%，比上年提升 0.67 个百分点，净利润率达到了 8%，比上年同期提升 2.61 个百分点。

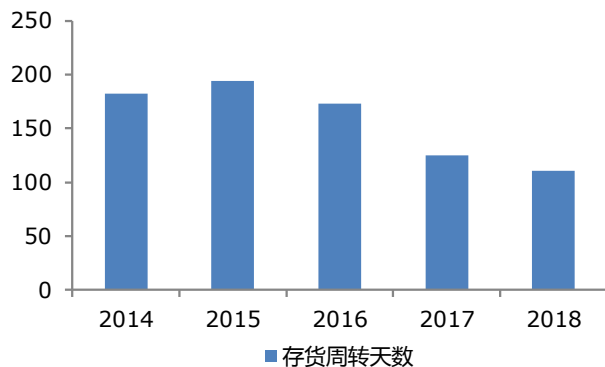
图表31. 工程机械行业 2018 年毛利率


资料来源: wind, 华创证券

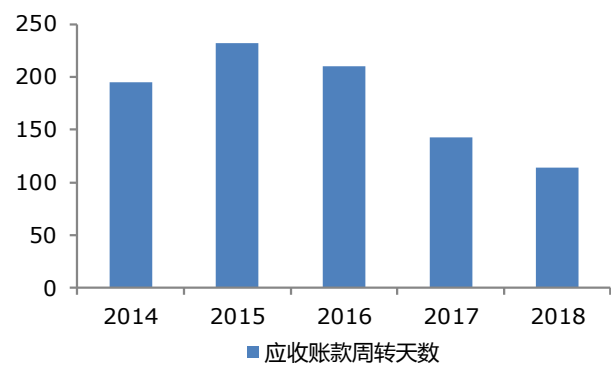
图表32. 工程机械行业 2018 年净利率


资料来源: wind, 华创证券

- **营运能力:** 2018 年纳入统计的 12 家工程机械上市企业平均存货周转天数为 110 天, 比上年同期减少 15 天, 平均应收账款周转天数 114 天, 比上年同期减少 28 天。

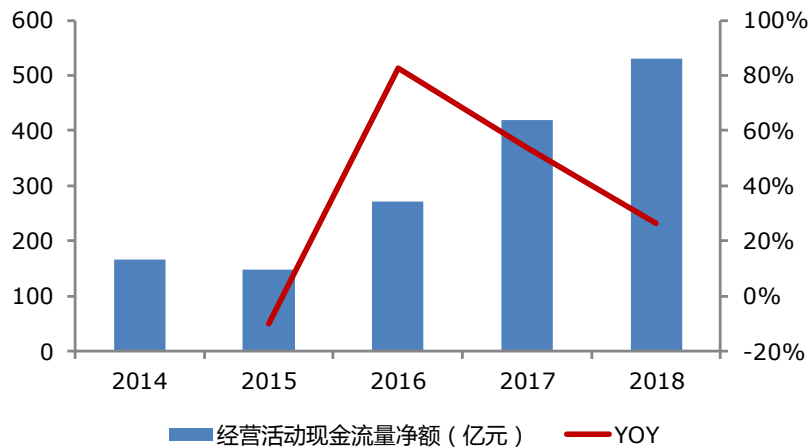
图表33. 工程机械行业 2018 年存货周转天数


资料来源: wind, 华创证券

图表34. 工程机械行业 2018 年应收账款周转天数


资料来源: wind, 华创证券

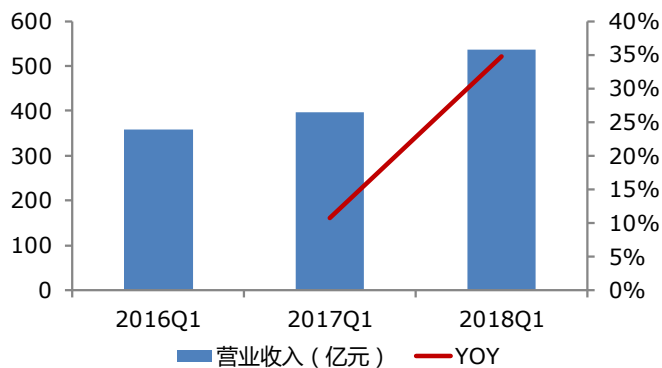
- **现金流:** 2018 年纳入统计的 12 家工程机械上市企业经营活动现金流净额合计达到 530 亿元, 同比增长 27%, 创历史新高。

图表35. 工程机械行业 2018 年经营活动现金流净额 (亿元)


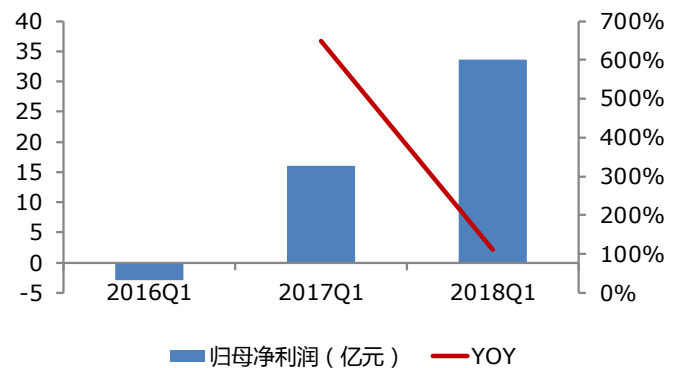
资料来源: wind, 华创证券

(二) 2019 年一季报总览: 营收利润持续增长

- **营收利润增长情况:** 纳入统计的 12 家工程机械上市企业 2019 年一季度营收合计为 536 亿元, 同比增长 35%, 归母净利润合计为 34 亿元, 同比增长 111%。

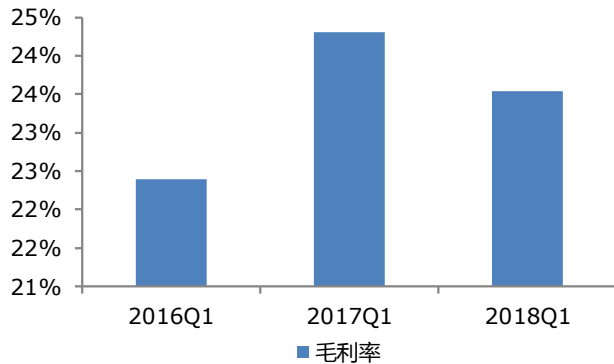
图表36. 工程机械行业 2019Q1 营收及 YOY


资料来源: wind, 华创证券

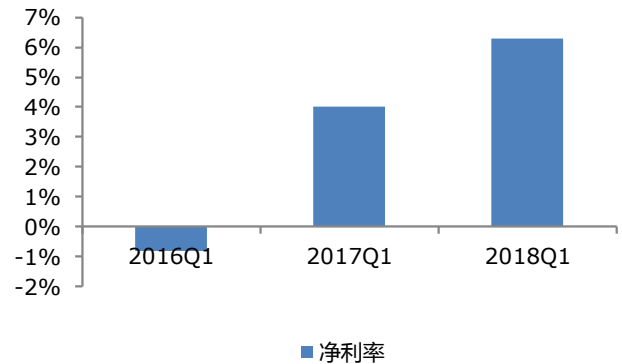
图表37. 工程机械行业 2019Q1 归母净利润及 YOY


资料来源: wind, 华创证券

- **盈利能力:** 2019 年一季度纳入统计的 12 家工程机械上市企业综合毛利率水平为 24%, 净利润率为 6%。

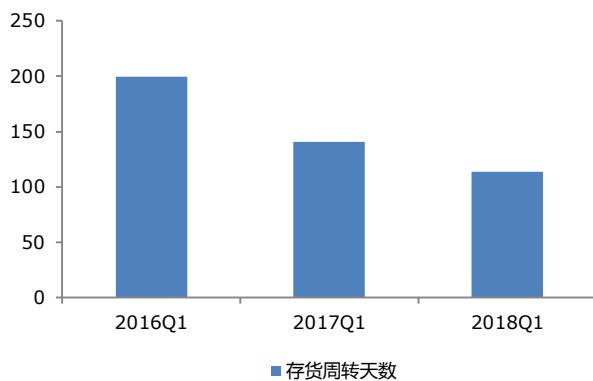
图表38. 工程机械行业 2019 年一季度毛利率


资料来源: wind, 华创证券

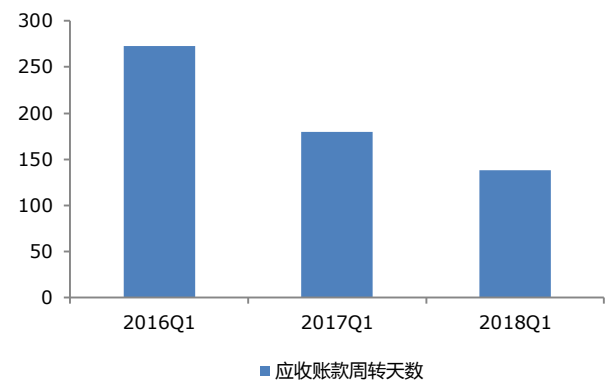
图表39. 工程机械行业 2019 年一季度净利率


资料来源: wind, 华创证券

- **营运能力:** 2019 年一季度纳入统计的 12 家工程机械上市企业平均存货周转天数为 113 天, 比上年同期减少 27 天, 平均应收账款周转天数 137 天, 比上年同期减少 42 天。

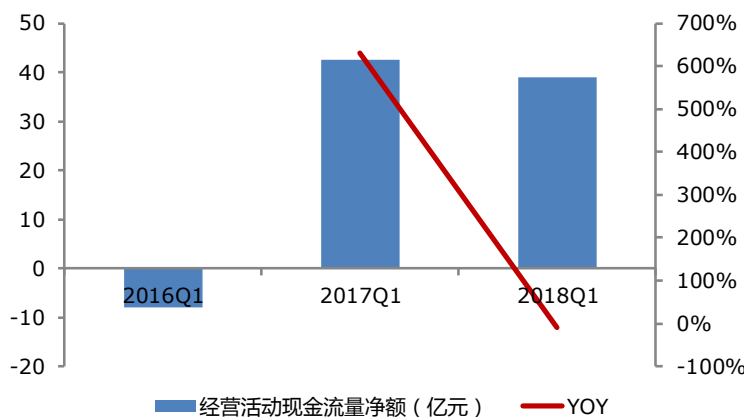
图表40. 工程机械行业 2019 年一季度存货周转天数


资料来源: wind, 华创证券

图表41. 工程机械行业 2019 年一季度应收账款周转天数


资料来源: wind, 华创证券

- **现金流:** 2019 年一季度纳入统计的 12 家工程机械上市企业经营活动现金流净额合计达到 39 亿元, 同比减少 9%。

图表42. 工程机械行业 2019 年一季度经营活动现金流净额 (亿元)


资料来源: wind, 华创证券

三、重点上市公司分析

(一) 三一重工：2018 完美收官，2019 开局良好

2018 年公司实现营业收入 558.22 亿元，同比增长 45.61%；归属于上市公司股东的净利润 61.16 亿元，同比增长 192.33%；经营活动产生的现金流量净额 105.27 亿元，同比增长 22.91%。2019 年一季度实现营收 212.95 亿元，较上年同期增长 75.14%；实现归母净利润 32.21 亿元，同比增长 114.71%。

收入大幅增长，公司三大类产品市占率均获提升。2018 年公司三大类支柱产品挖掘机械/混凝土机械/起重机械/桩工机械分别销售 192.47/169.64/93.47/46.91 亿元，同比增长 40.8%/34.64%/78.26%/61%。2018 年受下游基建需求拉动、环保力度加强、设备更新需求增长、人工替代效应等因素推动，工程机械行业增长强劲。挖机/汽车起重机行业销量分别达到 20 万/4 万，增速分别达到 45%/69%。其中，三一挖机/汽车起重机销量分别达到 46935/7217 台，增速分别达到 51%/73%，市占率为 23%/18%，比上年同期提升 0.86/0.39 个百分点。混凝土机械据市场调研了解行业销量增速翻番，三一销量增速更高，市占率稳居第一。三一一季度累计销售挖掘机械 19592 台，同比涨幅 52.35%；三一汽车起重机一季度销量达 3187 台，同比增长 120.86%。同时，三一挖机市占率持续提升，一季度三一挖机累计市占率达到 26.20%，比上年同期提升了 4.79 个百分点；一季度三一汽车起重机累计市占率达到 25.71%，比上年同期提升了 6.00 个百分点。

盈利能力持续提升，资产质量持续改善。2018 年公司综合毛利率水平为 31.12%，比上年同期提升 1 个百分点，其中挖掘机械/混凝土机械/起重机械/桩工机械/路面机械毛利率分别为 38.66%/25.24%/24.85%/37.3%/31.34%，比上年同期增加-1.96/1.02/1.86/6.65/13.14 个百分点。期间费用率为 15.02%，比上年同期下降 5.03 个百分点，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率较上年同期分别下降 2.03/0.93/3.2 个百分点。资产质量继续改善，应收账款周转天数降至 126 天（上年同期 174 天），逾期贷款大幅下降、价值销售逾期率控制在历史最低水平，存货周转率提升至 4.03 次（上年同期 3.87 次）。2019 年一季度三一期间费用率为 11.98%，较去年同期下降 5.60 个百分点。其中，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 6.57%、4.66%和 0.57%，分别较去年同期下降 2.35、0.50 和 2.93 个百分点，公司费用管控全面加强。一季度三一毛利率为 30.72%，比去年同期下降 1.20 个百分点；在此情况下，一季度三一净利率为 15.61%，同比增长 2.84 个百分点，盈利能力进一步提升。

(二) 恒立液压：2018 业绩靓丽，2019 进口替代持续

恒立液压 2018 年实现营业收入 42.11 亿元，同比增长 50.65%，实现归属于上市公司股东的净利润为 8.37 亿元，同比增长 119.05%，实现扣非后净利润 7.47 亿元，同比增长 105.59%。公司 2019 年 Q1 实现营业收入 15.69 亿元，同比增长 61.63%，实现归属于上市公司股东的净利润 3.26 亿元，同比增长 108.13%，实现扣非后净利润 3.49 亿元，同比增长 99.18%。

收入大幅增长，挖机油缸业务量价齐升，液压泵阀放量进口替代。报告期公司挖机油缸/非标油缸/液压泵阀/元件与液压成套装置/油缸配件及铸件分别实现收入 18.11/11.44/4.79/2.01/5.37 亿，同比增长 56.95%/9.73%/92.46%/17.21%

/226.36%。其中，挖机油缸受益下游需求景气，量价齐升。2018 年挖机销量达到 20.34 万台，同比增长 44.99%，公司受益行业增长以及客户市占率提升，挖机油缸销售 41.35 万只，同比增长 50.86%，增速快于行业，且价格提升收入增速快于销量增速。非标油缸主要供应起重系列、盾构机、高端海工海事三大下游，18 年销售 14.37 万只，同比增长 12.76%，需求景气但受挖机油缸挤占产能影响增速略低。液压泵阀实现了在小挖上的放量进口替代，市占率达到 30%，中大挖泵阀产品也在年末批量供应。

毛利率提升，费用率下降，盈利能力持续提升。报告期公司综合毛利率达到 36.59%，比上年同期提升了 3.8 个百分点。其中，挖机油缸/非标油缸/液压泵阀/元件与液压成套装置/油缸配件及铸件毛利率分别为 41.35%/35.07%/29.66%/21.07%/35.74%，比上年同期分别提升了 2.55/3.34/11.09/4.28/0.27 个百分点。毛利率的提升一

方面得益于规模效应的体现,另一方面挖机油缸有涨价因素,非标油缸产品结构有所改善。随着泵阀业务产能爬坡,毛利率依然较大提升空间(预计将高于挖机油缸毛利率)。期间费用率有所下降,报告期期间费用率 11.16%,比上年同期降低了 5.59 个百分点,其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 2.73%/9.14%/-0.72%,比上年同期下降了 0.72/1.13/3.75 个百分点。

2019 年一季报业绩超预期,继续看好中大挖液压泵阀放量进口替代。实现扣非后净利润 3.49 亿元,同比增长 99.18%,超市场预期。2019 年一季度销售挖掘机 74779 台,同比涨幅 24.51%,公司挖机油缸业务保持快速行业增速的增长。中大挖泵阀放量提供新增长点。2019Q1 净利率为 20.83%,比年报提升了 0.95 个百分点,盈利能力仍处提升通道。

(三) 徐工机械: 业绩高增长, 报表进一步出清

2018 年全年实现营收 444.10 亿元,同比上升 52.45%;实现归母净利润 20.46 亿元,同比增长 100.44%;经营性活动现金流量 33.09 亿,同比增长 4.95%。2019 年一季度实现营收 144.20 亿元,同比上升 33.72%;实现归母净利润 10.53 亿元,同比增长 102.73%;经营性活动现金流量 1.07 亿,同比降低 85.18%。

18 年业绩大幅提升, 19 年一季度维持增长态势。2018 年工程机械行业维持高景气度,全年销售挖掘机 20.6 万台,同比增长 48%,销售汽车起重机 32192 台,同比增长 59%,销售装载机 10.8 万台,同比增长 13%。其中,徐工汽车起重机 18 年销售量为 14795 台,同比增长 50.49%。作为汽车起重机龙头,徐工汽车起重机 18 年市占率达 45.96%,继续保持第一,龙头地位稳固。19 年一季度市场继续保持旺盛需求,一季度徐工汽车起重机销售 8592 台,同比增长 50.65%,在完成厂房搬迁以及产能整改后,公司起重机单月产能将得到提升,在供不应求的市场环境下有望延续增长态势。

费用率持续下降, 公司盈利能力不断提升。公司 18 年期间费用率为 10.81%,比上年同期下降 3.36 个百分点,19 年一季度公司期间费用率为 9.01%,比上年同期下降 2.35 个百分点,比 18 年末下降 1.83 个百分点。公司 18 年和 2019 年一季度综合毛利率分别为 16.69%和 16.76%,比上年同期分别下降 2.20 和 1.35 个百分点。公司 18 年和 2019 年一季度净利率分别为 4.63%和 7.34%,比上年同期分别上升 1.10 和 2.48 个百分点,盈利能力持续加强。

集团混改正当时, 挖机资产有望注入, 2019 年催化剂不断。2018 年 8 月份母公司徐工集团被纳入江苏省第一批混改试点企业名单,2019 年 3 月份发改委体改司在徐州召开全国发展改革系统推进国有企业混合所有制改革现场经验交流会,徐工集团与会介绍通过混改促进企业高质量发展的经验做法,集团混改正当时。集团混改启动后,优质资产如徐挖等有望注入上市公司。徐挖 18 年销售量 23417 台,同比增长 69.06%,一季度徐工挖机销售 10038 台,同比增长 63.22%,远超行业增速。

(四) 中联重科: 业绩强势增长, 经营质量大幅改善

2018 年公司实现营业收入 286.97 亿元,同比增长 23.30%;归属于母公司的净利润 20.20 亿元,同比增长 51.65%,经营性现金流 50.64 亿元,同比增长 77.62%。2019 年一季度实现营收 90.17 亿元,同比上升 41.76%,实现归母净利润 10.02 亿元,同比增长 165.98%;经营性现金流达 18.67 亿元,同比增长 311.56%。

收入稳定增长, 核心产品龙头优势稳固。2018 年起重机械/混凝土机械/其他工程机械产品/农业机械/金融服务收入分别为 124.72/101.65/40.85/14.77/4.97 亿元,同比增长 83.28%/38.59%/8.06%/-35.66%/26.77%。主营产品持续产销两旺,汽车起重机全年销售 3.23 万台,同比增长 58%,市占率 23.17%排名第二,比上年同期提升 2.1 个百分点,混凝土机械保持寡头垄断优势,塔机保持领先优势量价齐升,工程机械产品整体平均首付比例达 40%,风险可控。

毛利率大幅提升, 经营性现金流达到历史最好水平。2018 年公司综合毛利率水平为 27.09%,比上年同期提升 5.74 个百分点,其中起重机械/混凝土机械/其他工程机械产品/农业机械/金融服务毛利率分别为 29.06%/23.96%/27.3%/6.88%/99.87%,比上年同期分别提升了 7.13%/5.64%/7.3%/-7.08%/-0.03%。报告期间公司期间费用率为 19.74%,比上年同期下降 4.86 个百分点。经营性现金流 50.64 亿元,同比增长 77.62%,达到历史最优水平。

2019 年一季度公司综合毛利率水平为 30.01%，比上年同期提升 4.68 个百分点，公司一季度净利率为 10.88%，比上年同期提升 5.05 个百分点；公司期间费用率为 18.51%，比上年同期下降 1.34 个百分点。其中，销售费用率与去年同期持平为 7.93%；财务费用率为 4.49%，比去年同期上升 0.39 个百分点；管理费用率为 6.10，比去年同期分别下降 1.72 个百分点。因销售回款增加，公司一季度经营性现金流达 18.67 亿元，同比增长 311.56%，经营状况大幅改善。

新增业务战略清晰，公司业绩有望再上台阶。公司重启挖机业务，预计在 2019 年形成 5000 台产能。公司土方机械蓄势待发，市场销售网络已提前布局，公司研制的 G 系列全新一代土方机械产品上市，2019 年公司预备通过建设全新的销售渠道，升级全系列产品，提升市场竞争力。此外，公司高空作业平台产品也在加速布局，已建成高空作业机械智能产线，2019 年高空作业机械基于高效率的智能化产线和全系列智能化产品，融合智能物联技术支持，有望快速开拓市场。

（五）柳工：业绩保持增长，盈利能力稳步提升

2018 年公司实现营业收入 180.85 亿元，同比增长 51.48%；利润总额 10.34 亿元，同比增长 100.85%；归属于母公司所有者的净利润 7.90 亿元，同比增长 127.70%。2019 年一季度实现营收 48.65 亿元，同比上升 8.78%；实现归母净利润 3.04 亿元，同比增长 5.08%；经营活动现金净流入 5.01 亿元，同比增长 534.26%。

2018 年营收创历史新高，市占率稳步提升。2018 年公司实现营收 180.85 亿元，同比增长 51.84%，创历史新高。其中公司主营产品土石方铲运机械销售 130.84 亿元，同比增长 61.33%。其他工程机械及配件销售额为 45.63 亿元，同比增长 63.08%。公司融租租赁业务收入达 4.38 亿元，同比增长 22.97%。2018 年受下游基建需求拉动、环保力度加强、设备更新需求增长、人工替代效应等因素推动，工程机械行业增长强劲。18 年挖机行业销量达到 20 万台，增速达 45%。装载机行业销量达 10.8 万台，增速达 21%。其中，柳工挖机销量达到 1.4 万台，增速达 74%，市占率为 7.02%，比上年同期提升 1.18 个百分点。柳工装载机销量达 2.1 万台，增速达 35%，市占率同比提升 2.3 个百分点。一季度挖机市场延续增长，公司一季度实现营收 48.65 亿元，同比上升 8.78%；实现归母净利润 3.04 亿元，同比增长 5.08%，业绩稳步增长。根据中国工程机械工业协会统计数据，2019 年第一季度共计销售挖掘机械产品 74779 台，同比涨幅 24.51%；一季度累计销售装载机 29327 台，同比增长 7.43%。其中，柳工挖机一季度累计销售 5223 台，同比增长 26.93%，高于行业增速；柳工挖机一季度市占率达 6.98%，比去年同期提升 0.13 个百分点，行业地位稳固。

公司加强费用管控，盈利能力持续提升。2018 年期间费用率为 15.88%，比上年同期下降 1.24 个百分点，其中销售费用率/管理费用率较上年同期分别下降 0.42/0.96 个百分点，财务费用率上升 0.41 个百分点。报告期公司综合毛利率水平为 22.81%，比上年同期下降 0.1 个百分点。其中，由于原材料成本上升以及 2017 年四季度销售成本递延至 2018 年上半年使得会计成本提高较多而终端售价不变导致土石方铲运机械毛利率为 20.54%，比上年同期下降 2.31 个百分点。在此情况下，公司净利率达 4.65%，同比增长 1.79 个百分点，盈利能力持续提升。2019 年一季度公司综合毛利率水平为 23.18%，比上年同期提升 0.41 个百分点；一季度公司期间费用率为 14.48%，比上年同期上升 1.15 个百分点。其中，销售费用率与财务费用率分别 8.97%和 0.92%，分别比去年同期上升 1.33 和 0.27 个百分点；管理费用率为 4.59%，比去年同期分别下降 0.46 个百分点。因租赁业务发行 ABS，减少使用自有资金，公司一季度经营活动现金净流入 5.01 亿元，同比增长 534.26%。

（六）艾迪精密：定增扩产化解产能紧张，液压件国产替代空间大

2018 年全年实现营收 10.21 亿元，同比上升 59.15%，归母净利润 2.25 亿元，同比增长 61.20%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.23 亿元，比上年同期增长 63.65%。2019 年一季度实现营收 3.64 亿元，同比上升 68.03%，实现归母净利润 0.89 亿元，同比增长 74.47%。

受益于工程机械市场景气持续，公司业绩保持高速增长。2018 年以及 2019 年一季度工程机械行业维持高景气度，挖掘机的销售持续向好，带动公司液压破碎锤产销两旺，实现收入高速增长。利润率水平也稳步向上，2018 年公司

主营业务实现销售毛利率 42.31%，与上年基本持平，并连续三年保持在 42% 以上，Q1 毛利率和净利率分别为 43.15% 和 24.45%，较 18 年末分别提升了 0.3 和 2.4 个百分点。

定增扩产化解产能紧张，巩固行业地位。公司发布定增预案拟募集 7 亿资金扩大主业产能，拟投资于液压破碎锤、高端液压马达、高端液压主泵等产品，项目实施完成后公司产能将得到有效提升，进一步满足下游行业持续增长的需求，有利于提升公司市场份额，巩固公司行业地位。

（七）建设机械：业绩大幅增长，庞源租赁表现亮眼

2018 年公司实现营业收入 22.27 亿元，同比增长 21.77%；实现归属于母公司股东的净利润 1.53 亿元，同比增长 571.94%。公司公告 2019 年 Q1 实现归属于上市公司股东的净利润为 2200 万左右，扭亏为盈。2019 年一季度实现营收 5.45 亿元，同比上升 58.86%，实现归母净利润 2190.59 万元，同比增长 456.41%，实现经营活动现金流净额 7056.60 万元。

租赁业务持续增长，庞源维持高景气。2018 年公司实现营业收入 22.27 亿元，同比增长 21.77%。其中公司主营业务建筑及施工机械租赁收入达 19.32 亿元，同比增长 45.51%。公司其他业务包括筑路设备及配件、塔机及配件和钢结构产品销售额分别为 1.32/0.25/0.89 亿元，分别同比增长 7.84%/ -89.99%/0.45%。2018 年受基建投资及装配式建筑大力发展等因素推动，工程机械租赁行业维持高景气度。子公司庞源租赁是国内塔吊租赁龙头企业，18 年实现产值 20.74 亿元，同比增长 47.3%，新签合同 24.6 亿，同比增长 39.77%，表现亮眼。

盈利能力持续提升，经营质量大幅改善。2018 年公司综合毛利率水平为 32.92%，比上年同期上升 3.34 个百分点，主要得益于租赁业务毛利率提升（36.25%，比上年同期提升 2.06 个百分点）以及收入占比提升。2018 年期间费用率为 20.41%，比上年同期增长 2.9 个百分点。其中销售费用率降低 0.37 个百分点，管理费用率较上年同期上升 1.38 个百分点，财务费用由于公司通过银行以及融资租赁等方式融资利息支出以及未确认融资费用增加上升了 1.89 个百分点；因公司管理性支出增加导致。存货周转天数 73 天，比去年同期下降 6 天，应收账款周转天数 290 天，比去年同期下降 14 天，经营活动现金流净额为 3.11 亿，去年同期仅 4500 万，经营质量显著改善。

装配式建筑推进带来旺盛需求，19 年庞源有望再创佳绩。《“十三五”装配式建筑行动方案》提出目标：到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上。庞源租赁顺应装配式建筑发展趋势提前布局中大型塔吊。2018 年庞源租赁用于装配式建筑的塔吊数量为 228394 台，同比增长 138.89%。截至 2019 年 3 月，庞源租赁用于装配式建筑的塔吊数量已达到 247262 台，同比增长 104.86%；庞源租赁用于装配式建筑的塔吊产值占塔吊总产值占比达 29.9%，同比增加 2.2 个百分点，创历史新高。抓住装配式建筑发展机遇，庞源租赁有望 2019 年再创佳绩。

庞源租赁利用率维持高位，市占率有望进一步提升。庞源租赁吨米利用率自 15 年逐年上升。庞源塔式起重机 18 年年度平均吨米使用率 76.1%，同比增长 6.1%，再创历史新高。2019 年 3 月庞源租赁吨米利用率达 71.4%，比去年同期提高 2.8 个百分点。此外，2019 年 3 月庞源租赁的塔式起重机最大起重力矩总量突破百万吨米，标志着庞源租赁已在塔式起重机数量、总起重力矩吨米数等领先于全球同行。当前庞源租赁市占率约为 2%，对比海外工程机械租赁龙头美国联合租赁市占率约为 11% 还有较大提升空间。随着行业壁垒的提升，中小机械设备租赁企业逐步退市，庞源租赁有望借助上市母公司大力支持进一步提升市占率。

四、投资策略

基于工程机械销量数据与宏观经济指标相关性降低，环保政策趋严继续促进升级换代需求。以挖掘机为代表的工程机械的需求取决于下游施工需求，而施工需求主要来源于基础设施建设、房地产投资、矿山开采等。因此，工程机械需求与宏观经济形势紧密相连，历史上挖机销量的增速也与基建投资增速、房屋新开工面积增速高度相关。但工程机械行业自 2016 年四季度起的新一轮增长跟宏观指标之间出现了一定程度的背离，是因为这一轮更新换代需求（特别是环保政策趋严之后促使产品提前进入更新周期）、机器换人需求、挖机对其他机械的替代需求都扩大了单位工程量对挖掘机械的需求，使得从 2016 年起挖机增速数据与宏观经济指标的相关性降低。新增需求中行业自身的

周期性以及环保带来的促进作用扮演了更为重要的角色。基于行业自身更新周期尚未结束，环保政策继续趋严促进升级换代需求，对全年挖机销量增速不悲观。推荐标的：三一重工、徐工机械、恒立液压、建设机械，建议关注中联重科、艾迪精密、柳工。

图表43. 工程机械重点公司盈利预测及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
三一重工	12.25	1.13	1.31	1.45	10.84	9.35	8.45	3.26	强推
恒立液压	28.71	1.48	1.76	1.96	19.4	16.31	14.65	5.57	强推
徐工机械	4.58	0.47	0.56	0.61	9.74	8.18	7.51	1.19	推荐
中联重科	4.95	0.42	0.48	0.53	11.79	10.31	9.34	1.01	推荐
柳工	7.35	0.77	0.92	1.0	9.55	7.99	7.35	1.12	推荐
艾迪精密	20.89	1.22	1.68	2.16	17.12	12.43	9.67	7.88	推荐
建设机械	6.74	0.52	0.77	1.06	12.96	8.75	6.36	1.66	强推

资料来源：WIND，华创证券预测

五、风险提示

基建及地产投资不及预期，竞争加剧。

机械组团队介绍

所长助理、首席分析师：李佳

伯明翰大学经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。2012 年新财富最佳分析师第六名、水晶球卖方分析师第五名、金牛分析师第五名，2013 年新财富最佳分析师第四名，水晶球卖方分析师第三名，金牛分析师第三名，2016 年新财富最佳分析师第五名。

分析师：鲁佩

伦敦政治经济学院经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。2016 年十四届新财富最佳分析师第五名团队成员。

分析师：赵志铭

瑞典哥德堡大学理学硕士。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500