

投资评级：优于大市

证券分析师

韩伟琪

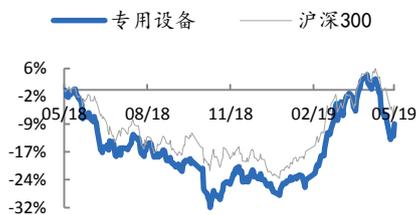
 资格编号：S0120518020002
电话：68761616*6160
邮箱：hanwq@tebon.com.cn

联系人

汪宇

 电话：68761616*6384
邮箱：wangyu2@tebon.com.cn

市场表现



资料来源：德邦研究

相关研究

行业景气持续向好，把握优质主机龙头

工程机械行业 19 年一季报深度解析

投资要点：

工程机械行业一季度营收利润持续增长，资产质量进一步加强。2019 年一季度营收 536 亿元，同比增长 35%，归母净利润 34 亿元，同比增长 111%，综合毛利率水平为 24%，净利润率为 6%，存货周转天数为 93 天，比上年同期增加 12 天，应收账款周转天数 121 天，比上年同期增加 5 天，经营活动现金流净额合计达到 39 亿元，同比减少 9%。

行业下游需求持续复苏，挖掘机销量持续增长。受环保趋紧、设备更新、基建补短板等多重因素利好，工程机械行业下游需求持续复苏带动挖掘机销量持续增长。根据中国工程机械工业协会挖掘机分会行业统计数据，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械产品 74779 台，YOY+24.5%。国内市场销量（统计范畴不含港澳台）69284 台，YOY+23.9%。出口销量 5450 台，YOY+31.9%。

市场集中度不断提升，国产龙头市占率再上台阶。伴随着行业的强劲复苏，国产龙头企业市场份额逐步加大，优势愈发明显。三一一季度挖掘机市占率 26.2%，与 2018 年相比提升 3.13pct，徐工挖掘机市占率超越卡特达到 13.4%。国内挖掘机械市场集中度 CR3 为 50.71%，相比 2018 年的市场集中度大幅上升。市场逐渐向规模大、实力强的企业靠拢；且各企业产品之间开始相互渗透，竞争程度有加强的趋势。

工程机械销量和宏观经济指标的相关性走弱，设备更新环保趋紧成为产品销售的重要因素。以挖掘机为例，销量需求以往主要取决于基础设施建设、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。但自 2016 年下半年开始的挖掘机销量增长和宏观指标之间出现了一定程度的背离。我们认为，设备更新、环保政策趋紧以及机器替代成为此轮挖掘机销量增长的重要因素，这也降低了和宏观经济指标的关联性。由于设备更新尚未结束，环保政策力度依旧，我们对全年的挖掘机销量不悲观，同时看好起重机械和混凝土机械的增长。

风险提示：工程机械行业下游需求萎缩，行业景气度下行；宏观经济政策波动；

行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS (元)			P/E			投资评级	
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	上期	本期
600031.SH	三一重工	0.90	1.14	1.36	13.83	10.92	9.15	买入	买入

资料来源：Wind，德邦研究

目 录

1. 2019Q1 工程机械行业产品销售情况.....	4
1.1 一季度工程机械行业整体经营情况.....	4
1.2 挖掘机高基数下保持高速增长	4
1.3 起重机保持高速增长，其他产品保持稳定.....	5
2. 工程机械行业增长驱动因素	6
3. 重点上市公司分析	7
3.1 三一重工：挖掘机龙头地位不断提升	7
3.2 徐工机械：起重机龙头地位继续巩固	7
3.3 中联重科：历史包袱出清，经营持续改善	8
3.4 浙江鼎力：国内高空作业平台龙头企业	8
3.5 恒立液压：挖机油缸龙头，泵阀领域快速放量	8
3.6 艾迪精密：破碎锤市场龙头，切入泵阀领域	9

图表目录

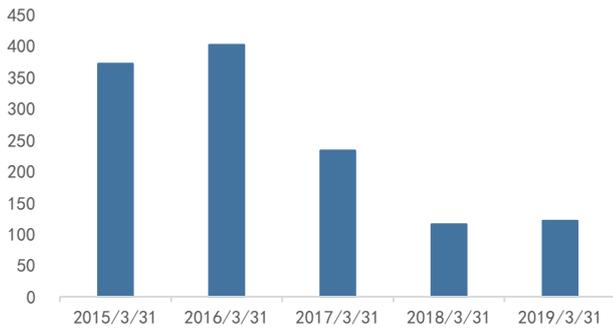
图 1 应收账款周转天数（单位：天）	4
图 2 存货周转天数（单位：天）	4
图 3 挖掘机月度销量（单位：台）	4
图 4 小挖月度销量（单位：台）	5
图 5 中挖月度销量（单位：台）	5
图 6 大挖月度销量（单位：台）	5
图 7 汽车起重机月度销量（单位：台）	5
图 8 履带式起重机月度销量（单位：台）	5
图 9 随车式起重机月度销量（单位：台）	6
图 10 装载机月度销量（单位：台）	6
图 11 推土机月度销量（单位：台）	6
图 12 压路机月度销量（单位：台）	6
图 13 挖掘机销量累计增速 VS 房地产新开工面积累计增速	6
图 14 挖掘机销量累计增速 VS 基建投资累计增速	7

1. 2019Q1 工程机械行业产品销售情况

1.1 一季度工程机械行业整体经营情况

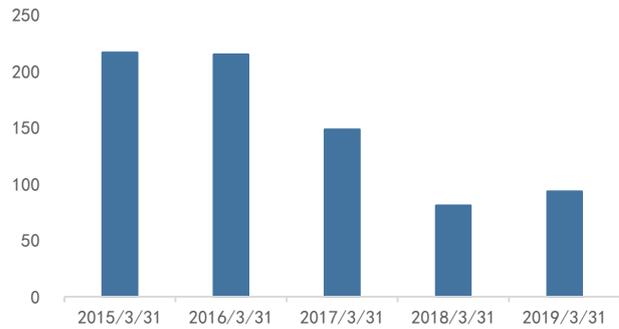
2019年一季度营收536亿元,同比增长35%,归母净利润34亿元,同比增长111%,综合毛利率水平为24%,净利润率为6%,存货周转天数为93天,比上年同期增加12天,应收账款周转天数121天,比上年同期增加5天,经营活动现金流净额合计达到39亿元,同比减少9%。

图1 应收账款周转天数(单位:天)



资料来源: wind, 德邦研究

图2 存货周转天数(单位:天)



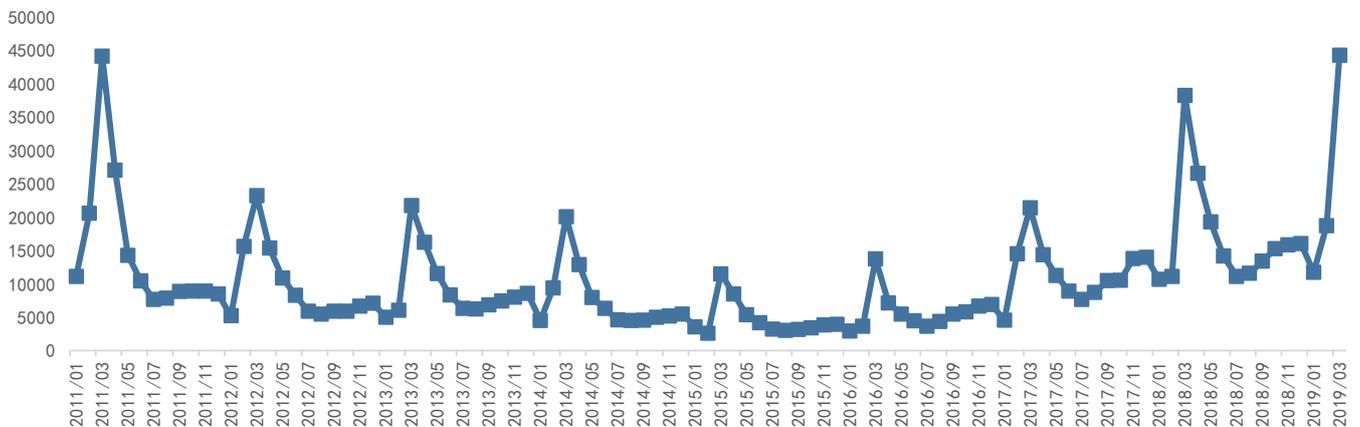
资料来源: wind, 德邦研究

1.2 挖掘机高基数下保持高增长

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,同比涨幅24.5%。国内市场销量(统计范畴不含港澳台)69284台,同比涨幅23.9%。出口销量5450台,同比涨幅31.9%,远超市场预期。

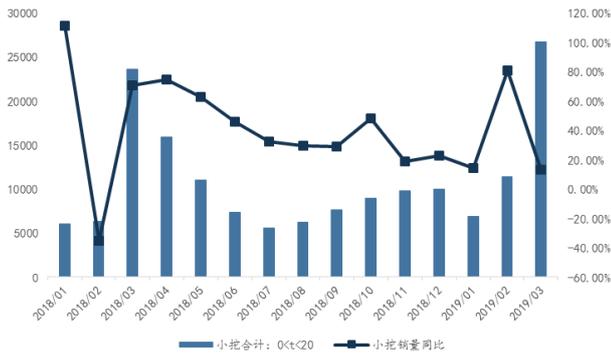
2019年3月,共计销售各类挖掘机产品44278台,同比涨幅15.7%。国内市场销量(统计范畴不含港澳台)41884台,同比涨幅14.3%。出口销量2377台,同比涨幅47.9%。其中,小中大挖分别销售25427台、11427台、5200台,同比增长14%、18.6%、7.3%,1-3月小中大挖累计销售42416台、17787台、9081台,累计同比27.5%、24%、9.2%。

图3 挖掘机月度销量(单位:台)



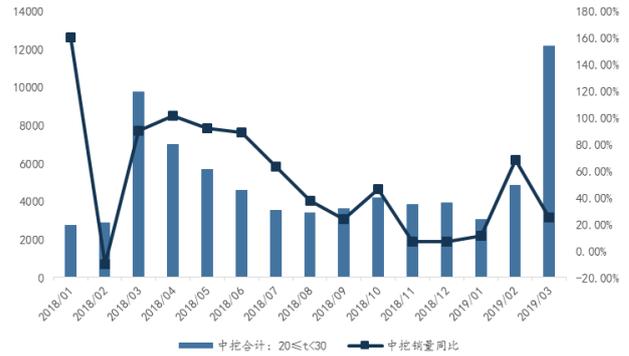
资料来源: wind, 德邦研究

图4 小挖月度销量(单位:台)



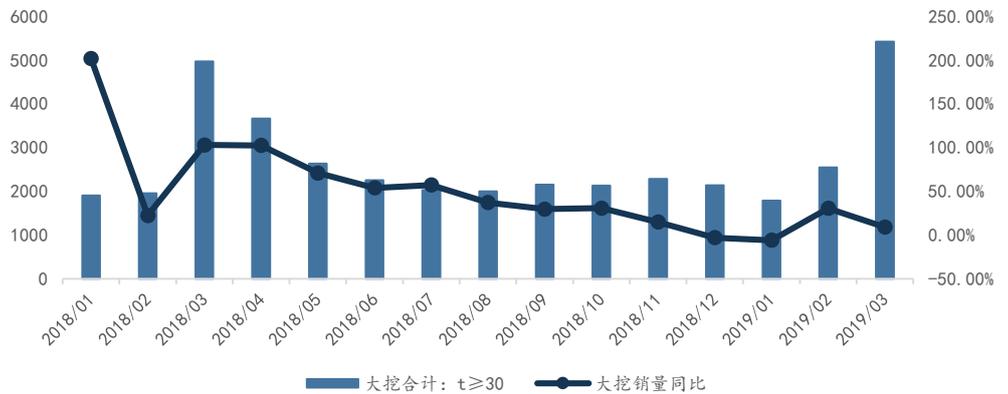
资料来源: wind, 德邦研究

图5 中挖月度销量(单位:台)



资料来源: wind, 德邦研究

图6 大挖月度销量(单位:台)

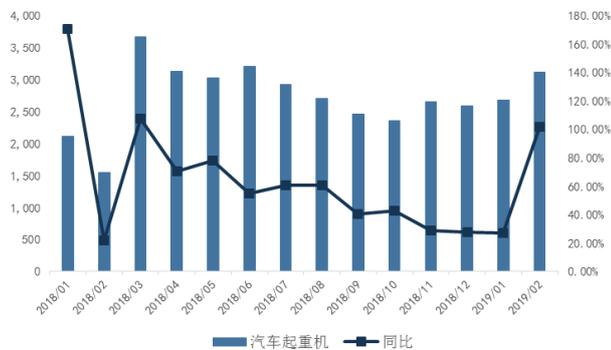


资料来源: wind, 德邦研究

1.3 起重机保持高速增长, 其他产品保持稳定

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%,销售履带式起重机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%。

图7 汽车起重机月度销量(单位:台)



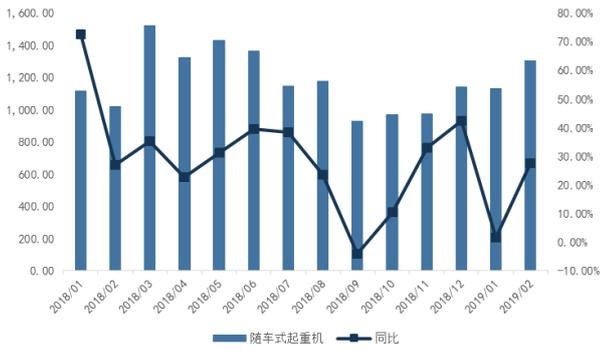
资料来源: wind, 德邦研究

图8 履带式起重机月度销量(单位:台)



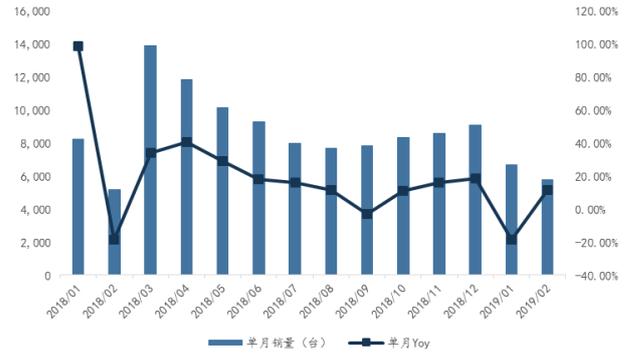
资料来源: wind, 德邦研究

图9 随车式起重机月度销量(单位:台)



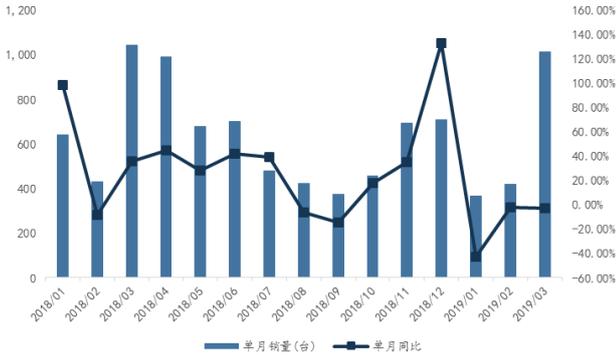
资料来源: wind, 德邦研究

图10 装载机月度销量(单位:台)



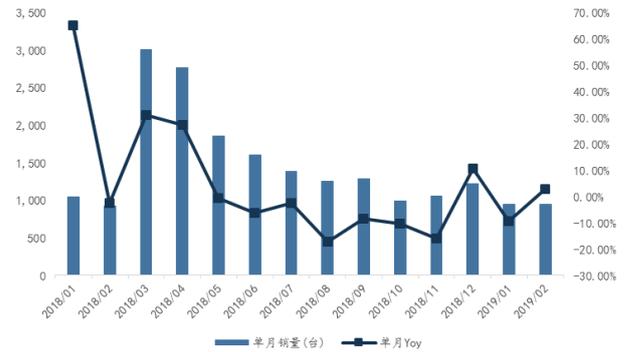
资料来源: wind, 德邦研究

图11 推土机月度销量(单位:台)



资料来源: wind, 德邦研究

图12 压路机月度销量(单位:台)

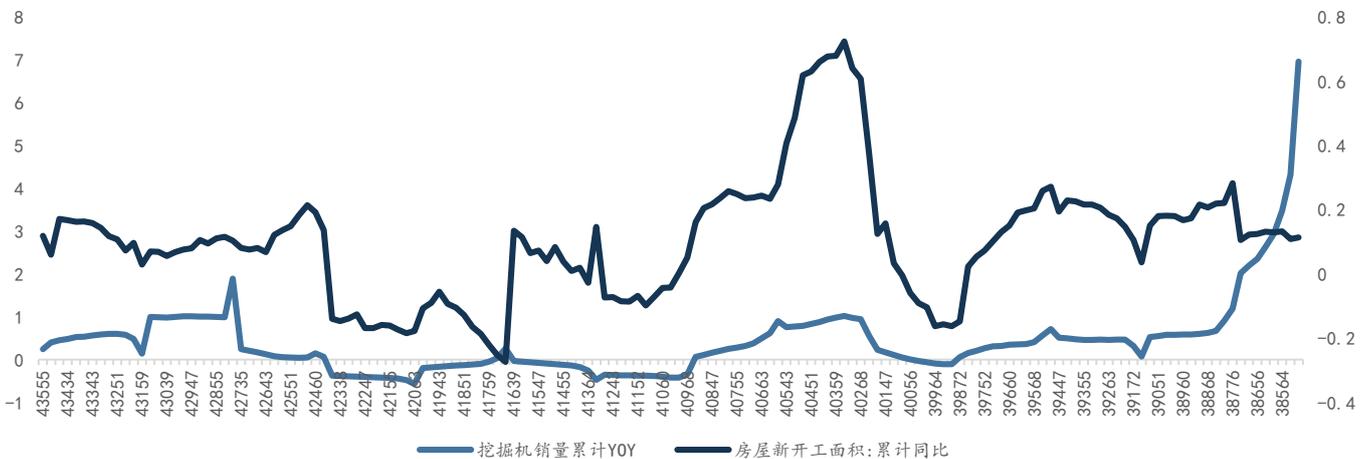


资料来源: wind, 德邦研究

2. 工程机械行业增长驱动因素

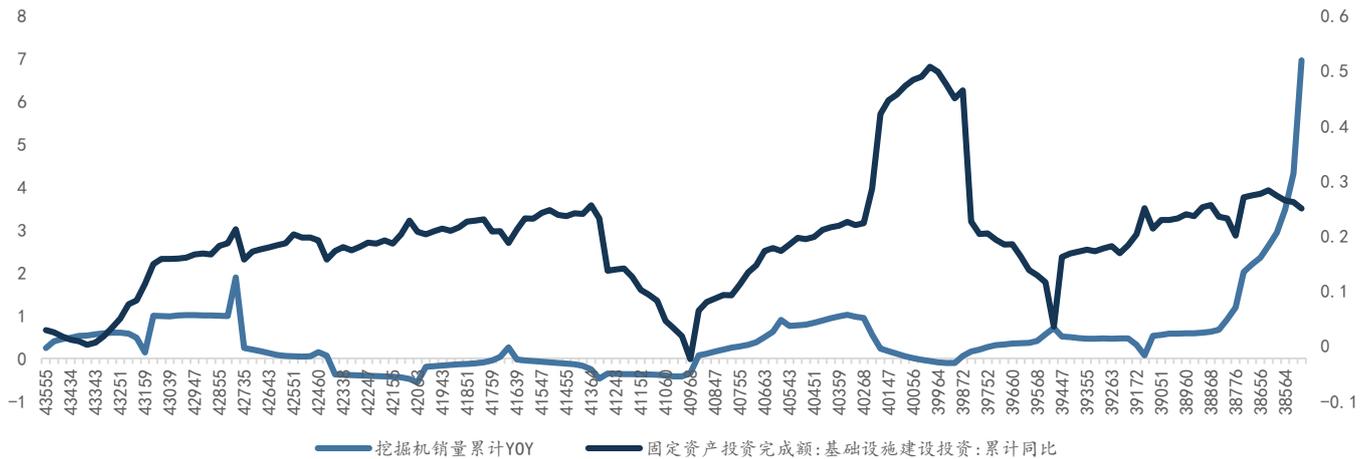
工程机械销量和宏观经济指标的相关性走弱，设备更新环保趋紧成为产品销售的重要因素。以挖掘机为例，销量需求以往主要取决于基础设施建设、房地产投资、矿山开采等。因此，工程机械需求与宏观经济紧密相连，历史上挖机销量的增速也与基建投资增速、房屋新开工面积增速高度相关。但自2016年下半年开始的挖掘机销量增长和宏观指标之间出现了一定程度的背离。我们认为，设备更新、环保政策趋紧以及机器替代成为此轮挖掘机销量增长的重要因素，这也降低了和宏观经济指标的关联性。由于设备更新尚未结束，环保政策力度依旧，我们对全年的挖掘机销量不悲观，同时看好起重机械和混凝土机械的增长。

图13 挖掘机销量累计增速 VS 房地产新开工面积累计增速



资料来源: wind, 德邦研究

图 14 挖掘机销量累计增速 VS 基建投资累计增速



资料来源: wind, 德邦研究

3. 重点上市公司分析

3.1 三一重工：挖掘机龙头地位不断提升

三一重工发布 2018 年年报，营收 558.21 亿元，YOY+45.61% 净利润 64.1 亿元，YOY+134.38%。其中三大营收来源，挖掘机械 192.47 亿，YOY+40.8%，混凝土 169.64 亿，YOY+4.64%，起重机械 93.47 亿，YOY+78.26%

产品市占率持续提升，三大业务收入占比不断提高。挖掘机械、混凝土机械、起重机械是三一营收的主要来源，三大业务营收占比多年来都保持在 80% 以上，挖掘机械 2017 年以来成为三一营收最重要的来源。三大板块营收的高增长一方面来源于下游需求的增长，更重要的在于企业产品市占率的不断提升。以挖掘机为例，三一挖掘机业务开展以来产品市占率不断提升，2018 年市占率 23.07%。截止到 2019 年 3 月，三一挖掘机市占率已经达到 26.19%。

盈利能力持续提升 运营能力持续改善。报告期内公司综合毛利率 31.12%，比上年同期提升 1pct.，起重挖掘机械/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%/34.34%，同比增长-1.96/1.02/1.86/6.65/13.14pct。期间费用率 15.02%，同比下降 5.03 个百分点。运营能力持续改善，营收账款周转天数将至 126 天，比上年减少 48 天，存货周转率提升到 4.03 次。

3.2 徐工机械：起重机龙头地位继续巩固

2018 年实现收入 444 亿元，YOY+52.5%，归属上市公司股东净利润 20.46 亿元，YOY+100%，归属上市公司股东扣非净利润 17.89 亿元，YOY+116%；2019 年一季度收入 144 亿元，YOY+33.7%，归属上市公司股东净利润 10.5 亿元，YOY+103%，归属上市公司股东扣非净利润 9.47 亿元，YOY+92.3%。

公司移动类起重机市占率稳居行业第一，市场份额有望进一步提升。受益于环保收紧、下游基建项目开工量增长、设备更新等因素，2018 年国内汽车起重机行业销量 32318 辆，YOY+62%，其中徐工销量 14804 辆，市占率 45.8%，稳居行业第一。2019 年一季度继续实现加速增长，一季度行业累计销量 12415 辆，YOY+69.7%，其中徐工销量 4994 辆，市占率 40.2%，略有下降，下降主要是因为起重机厂搬迁导致的产能下降。随着新厂搬迁基本完成，产能恢复，预计公司产品市占率将进一步提升。

集团混改正当时，挖机资产有望注入。2018 年 8 月份母公司徐工集团被纳入江苏省

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

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。

3.3 中联重科:历史包袱出清,经营持续改善

2018年营收286.9亿, YOY +23.3%, 归母净利润17.9亿元, YOY +51.65%。公司营收主要来源于起重机械和混凝土业务两大板块,其中,起重机械营收124.7亿元,占比43.46%, YOY +83.28%, 混凝土机械营收101.6亿,占比35.42%, YOY +38.59%

盈利能力大幅提升,现金流水平创历史新高。公司综合毛利率为27.1%,同比增加5.7pct,单季度毛利率逐步提高; ROE 5.3%, 同比提升1.7pct。其中,混凝土机械/起重机械/农机机械的毛利率分别为24%/29.1%/6.9%,分别同比增加5.6pct/7.1pct/-7.1pct。公司经营性现金流达到50.6亿元,同比增长了77.6%,创历史最好水平。我们认为良好的现金流水平得益于公司较严格的信用政策以及回款能力。

3.4 浙江鼎力:国内高空作业平台龙头企业

2018年年报和2019年一季报。2018年公司实现营业收入17.08亿, YOY +49.89%; 归母净利润为4.80亿元, YOY +69.69%; 扣非归母4.28亿元, YOY +58.07%。2019Q1, 公司营业收入3.84亿元, YOY +23.44%; 归母净利润1.01亿元, YOY +44.13%。扣非净利润1.00亿元, YOY +48.73%。

业绩再创新高,精益管理助力降本增效。公司2018年在海内外市场均取得高速增长。在国内市场中,公司加强与国内优质租赁公司合作,全年国内市场收入达到7.16亿元,同比增长84.23%。同时,公司继续加大海外市场开拓力度,全年海外实现收入9.25亿元,同比增长30.18%。从产品角度看,臂式高空作业平台全年实现2.07亿元的收入,同比增长103.22%; 受益规模效应,臂式产品毛利率增长至34.58%,较上一年度提升9.35pct。2018年公司继续加强精益化管理,全面实施降本增效,管理费用率由2017年的6.3%下降至2018年的3.32%。公司不断加大研发开支,全年增长98.09%。

一季度收入增速有所放缓、毛利率环比小幅下滑。一季度为公司传统的经营淡季,往年Q1都是全年的季度业绩低点。我们认为不必过于担心一季度对全年收入影响。2019Q1收入增速环比降低的原因主要有:1、国内节后开工受雨季推迟影响;2、下游渠道商CMEC等处于库存清理阶段。

技改项目不断落地,不断突破产能瓶颈。产能不足在过去一直是制约公司发展的重要因素。公司“15000台智能微型高空作业平台技改项目”于2018年7月份投产,助力公司进一步提升微型剪叉式产品产能,降低生产成本,提升盈利能力。“大型智能高空作业平台建设项目”目前正处于建设末期和设备采购阶段,投产后可新增3200台大型智能高空作业平台,可有效提升公司臂式产品的生产能力,助力高端产品的市场开拓。

经营性现金流略有改善,备足存货迎接旺季来临。公司2019Q1的经营性现金流净额为-3436万,同比2018Q1的-5760万略有改善。从历史情况来看,公司往年一季度的经营性净现金流通常为负,判断主要系一季度为传统淡季,公司往往采取在一季度备货以迎接二季度旺季的到来,故Q1的经营性现金流出通常大于流入。

3.5 恒立液压:挖机油缸龙头,泵阀领域快速放量

2019年一季报,营收15.68亿元, YOY +61.63%, 归母净利润3.26亿元, YOY +108.13%, 扣费归母净利润3.49亿元, YOY 99.18%。公司是国内液压行业龙头企业,液压油缸市占率在50%左右,长期保持国内第一。公司通过多年的技术研发和积累,目前已经切入国内主机厂商的液压泵阀领域。

一季度下游挖掘机销量火爆带动公司挖机油缸业务持续向好。2019年一季度国内主机厂挖掘机销量共计销售各类挖掘机械产品74779台,同比涨幅24.5%。挖掘机销量的

火爆带动油缸销量快速上涨，公司油缸在手订单充沛，满产满销，一季度工人没有休息，挖掘机油缸甚至占用了非标油缸的生产线。

泵阀产能得到释放，满足下游主机厂供货需求。公司 2018 年投入建设的泵阀生产线 2019 年开始进行生产，产品销量和产能利用率得到提升。2019 年一季度，公司液压泵阀销售收入 3.18 亿元，占 2018 年泵阀全年收入的 66.9%。同时，2019 年一季度由于装配线产能的制约，对公司泵阀产能有一定的制约。随着装配生产线的陆续投入，泵阀产能利用率会得到进一步额提升。

深度绑定主机厂商，快速提升产品市占率。公司前五大客户分别为三一、柳工、卡特、徐工和临工，公司多年来和主机厂商保持着稳定的合作关系。小挖泵阀市占率已经达到 30%，中大挖泵阀 2018 年已经小批量供应主机厂商进行试用，预计今年将会放量。

研发创新驱动公司不断成长。公司成立以来一直重视产品技术的研发，研发支出保持在营收的 5% 左右。2019 年一季度公司研发支出 5357 万元，YOY+43.26%。研发支出的不断大幅缩短了公司和外资厂商的技术差距。从终端用户反馈来看，公司油缸和泵阀在质量上和川崎等国际知名厂商的产品没有较大差别。

3.6 艾迪精密：破碎锤市场龙头，切入泵阀领域

艾迪精密发布 2019 年一季报，营收 3.64 亿元，YOY+68%，归母净利润 8908 万元，YOY+74.5%，扣非归母净利润 8853 万元，YOY+73.8%。

下游挖掘机销售高增长叠加破碎行业配锤率提升。2019 年一季度，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械产品 74779 台，同比涨幅 24.5%，销售总量创历史新高。国内破碎行业受环保政策、民爆用品限制以及机器替代人工等多重利好，破碎锤渗透率不断提高。目前国内破碎锤行业渗透率在 205-25%，未来两年有望提升至 30% 左右。

破碎行业格局重塑，门口的野蛮人开始进场。过往破碎锤行业主要集中在后装市场，艾迪精密通过区域经销商进行市场的开拓和售后服务。近年来主机厂商越来越重视破碎锤市场的销售，一来是因为破碎产品是高毛利的产品可以为主机厂商业绩提供弹性；二来是破拆属具的油路和挖掘机油路连接，一旦挖掘机发生故障，主机厂商很难进行责任界定。艾迪精密近年来不断加强和主机厂商的合作切入前装市场，目前和三一、徐工等都展开密切的合作

募投项目逐步落地，公司产能开始释放。公司破碎产品一季度一直处于供不应求的状态，公司目前破碎产品的产能为 2500 台/月，随着募投项目落地，公司有望在年底前形成 3000 台/月的产能，为业绩释放打下基础。

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。