

受益行业高景气, 业绩表现亮眼

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019上半年实现营业收入311.7亿元, 同比增长30.1%; 归母净利润22.8亿元, 同比增加106.8%; 毛利率18.3%, 净利率7.4%。
- **受益行业高景气, 业绩表现亮眼。** 2019上半年, 工程机械行业景气度高, 挖掘机销量增速14.2%, 汽车起重机销量增速53.3%。公司核心业务增长较好, 起重机械、工程机械备件、铲运机械、桩工机械收入分别为114.8亿元、64.2亿元、30.0亿元、34.0亿元, 同比分别+33.9%、+45.8%、+11.8%、+44.7%, 合计贡献收入约80%。公司综合营业收入311.7亿元(+30.1%), 归母净利润22.8亿(106.8%), 其中Q2单季度实现营收167.4亿(+27.2%), 归母净利润12.3亿(+110.4%)。
- **经营效率提升, 盈利能力改善。** 受益于经营质量的提高, 公司盈利水平提升显著。公司汽车起重机业毛利率提至24.9%, 同比+3.1pp, 综合毛利率提至18.3%, 同比+1.0pp, 净利率7.4%, 同比+2.7pp。公司费用管控良好, 三费率合计下降2.9pp, 其中, 销售费用率同比-0.7pp, 管理费用率(含研发)同比-1.6pp, 财务费用率同比-0.6pp。随着公司产品实力不断提高, 龙头地位继续强化, 规模和盈利均有望持续提升。
- **汽车起重机龙头, 混改获批, 助力公司长期发展。** 公司是集筑路机械、铲运机械、路面机械等工程机械的开发、制造与销售为一体的专业公司, 1993年12月成立, 1996年8月上市。2009-2018, 公司营业收入从207.0亿增至444.1亿, 复合增速8.9%, 归母净利润从17.4亿增至20.5亿, 复合增速1.8%。2019年7月, 公司混改方案获批通过, 目前正有序推进中, 未来有助于更多发挥市场主体作用, 有利于公司的长期发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年归母净利润39.1/45.4/50.3亿, 对应EPS分别为0.50/0.58/0.64元, 对应估值9倍、7倍、7倍。公司产品实力强, 市场份额领先, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 下游基建增速低于预期风险、产品销量或不达预期、海外业务经营风险、汇率风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	44410.01	54366.66	62688.14	67477.46
增长率	52.45%	22.42%	15.31%	7.64%
归属母公司净利润(百万元)	2045.73	3914.52	4541.74	5031.00
增长率	100.44%	91.35%	16.02%	10.77%
每股收益EPS(元)	0.26	0.50	0.58	0.64
净资产收益率ROE	6.78%	12.22%	12.68%	12.60%
PE	16	9	7	7
PB	1.12	1.05	0.94	0.84

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 梁美美
执业证号: S1250518100003
电话: 021-58351937
邮箱: lmm@swsc.com.cn
联系人: 丁逸朦
电话: 021-58352138
邮箱: dym@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

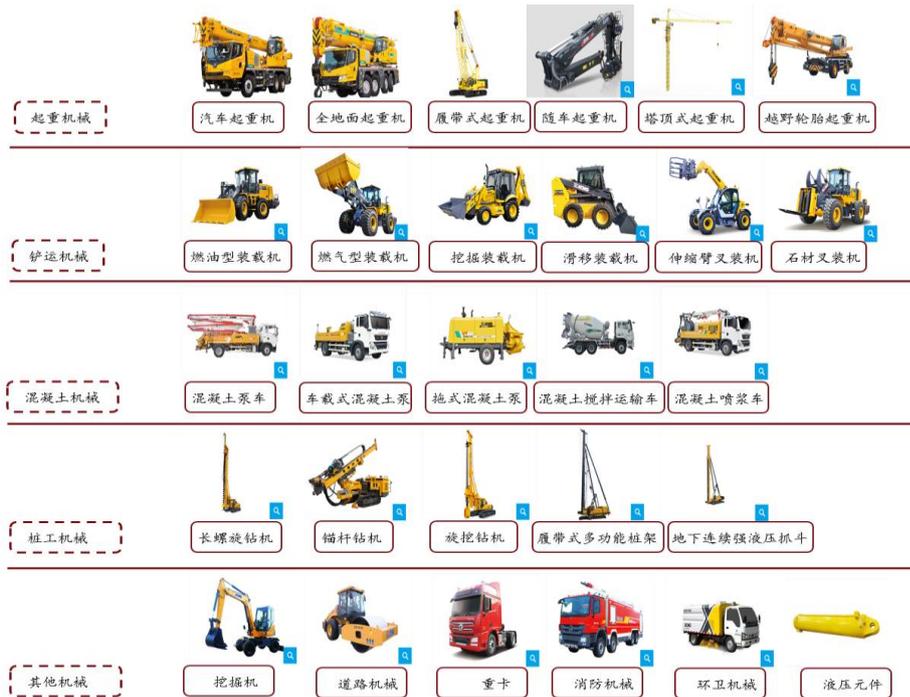
总股本(亿股)	78.34
流通A股(亿股)	69.94
52周内股价区间(元)	3.2-5.12
总市值(亿元)	336.06
总资产(亿元)	694.24
每股净资产(元)	3.47

相关研究

1 汽车起重机龙头，混改获批助力长期发展

公司是集筑路机械、铲运机械、路面机械等工程机械的开发、制造与销售为一体的专业公司，产品品种齐全，主要应用于高速公路、机场港口、铁路桥梁、水电能源设施等基础设施的建设与养护，1993 年 12 月成立，1996 年 8 月上市。公司大力发展外向型经济，实施以产品出口为支撑的国际化战略，工程机械产品远销欧美、日韩、东南亚、非洲等国际市场。

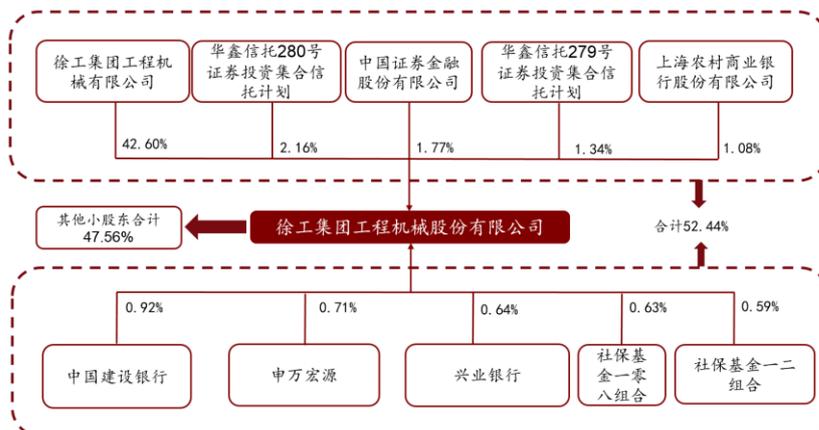
图 1：公司产品



数据来源：西南证券整理

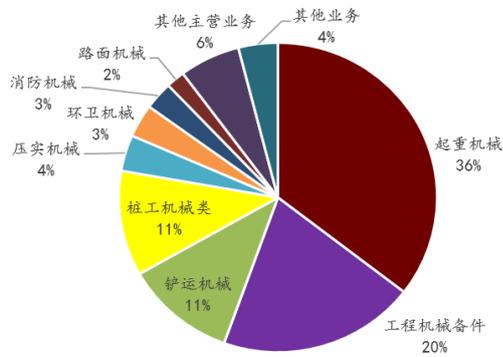
徐州市国资委是公司实际控制人。2019 年 7 月 25 日，公司混改试点实施方案获批通过，目前正有序推进，未来有助于更多发挥市场主体作用，有利于公司的长期发展。

图 2：公司股权结构

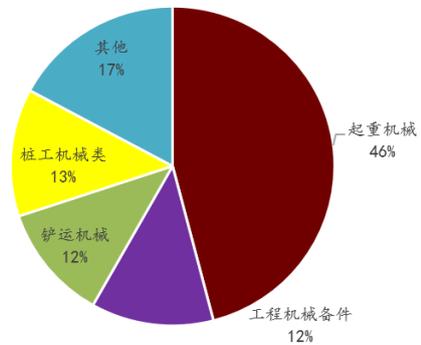


数据来源：公司 2018 年报，西南证券整理

公司业务包括起重机械、工程机械备件、铲运机械、桩工机械等，其中，起重机械和工程机械备件贡献了近 60% 的营收和利润，是公司的重点业务。

图 3：公司营业收入结构 (2018)


数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司营业利润结构 (2018)


数据来源：wind，西南证券整理

2 受益行业高景气，业绩表现亮眼

2009-2018 年，受行业变动影响，公司业绩波动较大。2008 年“四万亿”经济刺激政策使社会固定资产投资持续增长，带动工程机械行业在 2009-2011 年快速发展。随着政策影响力减弱及房地产调控以及高基数的作用，行业进入近 5 年的调整。直到 2016 年下半年，受益于下游基建投资加速、设备更新升级、人工替代、出口增长等多重因素影响，工程机械行业景气度提升。公司业绩在 2015 年触底。2009-2018，公司营业收入从 207.0 亿增至 444.1 亿，复合增速 8.9%，归母净利润从 17.4 亿增至 20.5 亿，复合增速 1.8%。

2019 上半年，工程机械行业景气度高，挖掘机销量增速 14.2%，汽车起重机销量增速 53.3%。公司核心业务起重机械、工程机械备件、铲运机械、桩工机械收入分别为 114.8 亿元、64.2 亿元、30.0 亿元、34.0 亿元，同比分别+33.9%、+45.8%、+11.8%、+44.7%，合计贡献收入约 80%。公司综合营业收入 311.7 亿元(+30.1%)，归母净利润 22.8 亿(106.8%)，其中 Q2 单季度实现营收 167.4 亿 (+27.2%)，归母净利润 12.3 亿 (+110.4%)。

图 5：公司 2009-2019H 营业收入及增速


数据来源：公司财报，西南证券整理

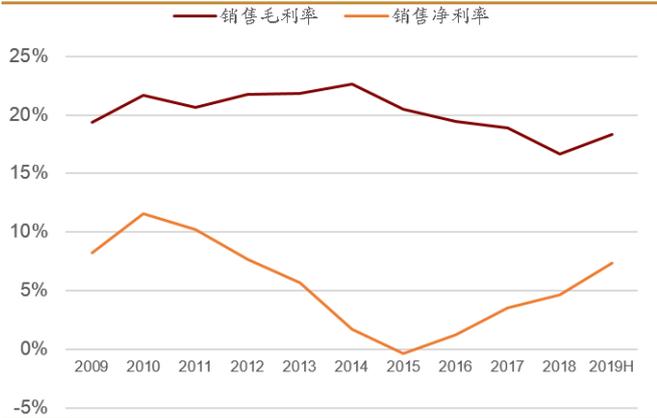
图 6：公司 2009-2019H 净利润及增速


数据来源：公司财报，西南证券整理

3 经营效率提升，盈利能力改善

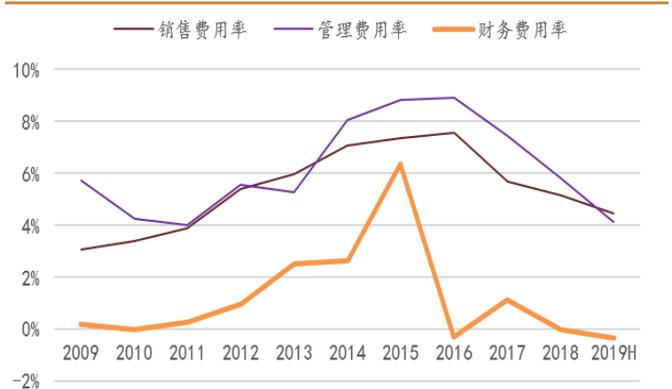
受益于经营质量的提高，公司盈利水平提升显著。公司汽车起重机业毛利率提至 24.9%，同比+3.1pp，综合毛利率提至 18.3%，同比+1.0pp，净利率 7.4%，同比+2.7pp。公司费用管控良好，三费率合计下降 2.9pp，其中，销售费用率同比-0.7pp，管理费用率（含研发）同比-1.6pp，财务费用率同比-0.6pp。随着公司产品实力不断提高，龙头地位继续强化，规模和盈利均有望持续提升。

图 7：公司历年毛利率及净利率



数据来源：wind，西南证券整理

图 8：公司历年三费率



数据来源：wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

2019 年，工程机械行业景气较高。公司作为行业龙头，产品实力强，市占率持续提升。假设 2019-2021 年：(1) 起重机械：销售增速为 25%/15%/5%；(2) 工程备件：销量增速为 30%/20%/10%；(3) 铲运机械：销量增速分别为 15%/10%/5%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
起重机械	收入	15,746.22	19682.8	22635.2	23767.0
	增速	48.11%	25.0%	15.0%	5.0%
	毛利率	21.62%	22.0%	22.5%	23.0%
工程机械备件	收入	8,901.53	11572.0	13886.4	15275.0
	增速	72.89%	30.0%	20.0%	10.0%
	毛利率	10.19%	8.0%	8.0%	8.0%
铲运机械	收入	5,013.21	5765.2	6341.7	6658.8
	增速	39.79%	15.0%	10.0%	5.0%
	毛利率	17.35%	17.4%	17.4%	17.4%
桩工机械类	收入	4,878.83	6342.5	7611.0	8372.1
	增速	46.65%	30.0%	20.0%	10.0%

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
压实机械	毛利率	19.66%	22.0%	22.0%	22.0%
	收入	1,674.83	22.0%	22.0%	22.0%
	增速	24.17%	22.0%	22.0%	22.0%
环卫机械	毛利率	-	22.0%	22.0%	22.0%
	收入	1,530.68	1683.7	1852.1	2037.3
	增速	36.33%	10.0%	10.0%	10.0%
消防机械	毛利率	-	14.0%	14.0%	14.0%
	收入	1,292.08	1679.7	2099.6	2519.6
	增速	58.33%	30.0%	25.0%	20.0%
路面机械	毛利率	-	25.0%	25.5%	26.0%
	收入	845.52	1183.7	1538.8	1846.6
	增速	54.66%	40.0%	30.0%	20.0%
其他主营业务	毛利率	-	20.0%	20.0%	20.0%
	收入	2,748.89	2831.4	2916.3	3003.8
	增速	91.70%	3.0%	3.0%	3.0%
其他	毛利率	-	10.0%	10.0%	10.0%
	收入	1,778.21	1867.1	1960.5	2058.5
	增速	52.10%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	毛利率	1,778.21	1867.1	1960.5	2058.5
	收入	44410.0	54366.7	62688.1	67477.5
	增速	52.4%	22.4%	15.3%	7.6%
	毛利率	16.7%	17.1%	17.3%	17.5%

数据来源：Wind，西南证券（压实机械、环卫机械等未披露全年毛利率情况，预测参考2018H、2019H半年报披露数据）

公司为国内起重机龙头企业，可比公司选取目前 A 股相关企业。截至 2019 年 8 月 31 日，可比公司对应 2019 年 PE 为 9 倍。我们认为相比于可比公司，公司产品实力强，行业地位领先，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值情况 (2019/8/31)

证券代码	证券简称	EPS (元)			PE		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
600031.SH	三一重工	0.78	1.26	1.45	11	11	9
000157.SZ	中联重科	0.26	0.49	0.58	14	11	9
000528.SZ	柳工	0.54	0.75	0.87	11	8	7
平均值					12	10	8
000425.SZ	徐工机械	0.26	0.5	0.58	16	9	7

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

下游基建增速低于预期风险、产品销量或不达预期、海外业务经营风险、汇率风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	44410.01	54366.66	62688.14	67477.46	净利润	2055.65	3933.50	4563.76	5055.39
营业成本	36998.45	45090.14	51843.62	55686.42	折旧与摊销	1052.39	819.75	819.75	819.75
营业税金及附加	216.56	304.25	451.35	485.84	财务费用	-18.27	-16.62	-19.16	-20.62
销售费用	2271.56	2718.33	3134.41	3373.87	资产减值损失	754.46	754.46	754.46	754.46
管理费用	782.74	1087.33	1253.76	1349.55	经营营运资本变动	7.22	985.45	874.22	-490.48
财务费用	-18.27	-16.62	-19.16	-20.62	其他	-542.74	-1022.97	-1082.69	-728.93
资产减值损失	754.46	754.46	754.46	754.46	经营活动现金流净额	3308.71	5453.57	5910.34	5389.57
投资收益	380.31	200.00	100.00	100.00	资本支出	-665.76	-100.00	-120.00	-140.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2250.87	200.00	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2916.63	100.00	-20.00	-40.00
营业利润	2109.47	4628.75	5369.69	5947.95	短期借款	903.80	513.11	500.00	500.00
其他非经营损益	105.36	-1.11	-0.56	-0.43	长期借款	-980.32	100.00	100.00	100.00
利润总额	2214.83	4627.65	5369.13	5947.52	股权融资	2493.74	0.00	0.00	0.00
所得税	159.18	694.15	805.37	892.13	支付股利	-280.31	-409.15	-782.90	-908.35
净利润	2055.65	3933.50	4563.76	5055.39	其他	1426.31	-1647.50	19.16	20.62
少数股东损益	9.92	18.98	22.02	24.39	筹资活动现金流净额	3563.22	-1443.54	-163.75	-287.73
归属母公司股东净利润	2045.73	3914.52	4541.74	5031.00	现金流量净额	3968.20	4110.02	5726.59	5061.84
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	11295.32	15405.34	21131.93	26193.78	成长能力				
应收和预付款项	23813.40	28626.50	29457.78	31704.26	销售收入增长率	52.45%	22.42%	15.31%	7.64%
存货	10196.46	11042.30	12958.91	13794.07	营业利润增长率	85.03%	119.43%	16.01%	10.77%
其他流动资产	350.01	428.48	494.06	531.81	净利润增长率	99.82%	91.35%	16.02%	10.77%
长期股权投资	2335.70	2335.70	2335.70	2335.70	EBITDA 增长率	34.96%	72.79%	13.59%	9.35%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7913.47	7470.59	7047.72	6644.85	毛利率	16.69%	17.06%	17.30%	17.47%
无形资产和开发支出	2295.15	2019.78	1744.40	1469.02	三费率	6.84%	6.97%	6.97%	6.97%
其他非流动资产	3050.38	3048.88	3047.38	3045.88	净利率	4.63%	7.24%	7.28%	7.49%
资产总计	61249.88	70377.58	78217.88	85719.37	ROE	6.78%	12.22%	12.68%	12.60%
短期借款	3486.89	4000.00	4500.00	5000.00	ROA	3.36%	5.59%	5.83%	5.90%
应付和预收款项	20501.91	26784.64	29933.91	32511.87	ROIC	7.54%	14.84%	17.60%	19.63%
长期借款	825.24	925.24	1025.24	1125.24	EBITDA/销售收入	7.08%	9.99%	9.84%	10.00%
其他负债	6095.32	6466.95	6777.12	6953.61	营运能力				
负债合计	30909.37	38176.83	42236.28	45590.72	总资产周转率	0.80	0.83	0.84	0.82
股本	7833.67	7833.67	7833.67	7833.67	固定资产周转率	6.18	7.87	9.85	11.59
资本公积	5011.91	5011.91	5011.91	5011.91	应收账款周转率	2.73	2.71	2.85	2.96
留存收益	12623.39	16128.77	19887.61	24010.26	存货周转率	3.69	4.14	4.28	4.14
归属母公司股东权益	30133.09	31974.35	35733.18	39855.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.70%	—	—	—
少数股东权益	207.42	226.40	248.42	272.81	资本结构				
股东权益合计	30340.51	32200.74	35981.60	40128.64	资产负债率	50.46%	54.25%	54.00%	53.19%
负债和股东权益合计	61249.88	70377.58	78217.88	85719.37	带息债务/总负债	23.63%	20.74%	20.17%	20.00%
					流动比率	1.69	1.62	1.68	1.75
					速动比率	1.31	1.30	1.34	1.41
					股利支付率	13.70%	10.45%	17.24%	18.06%
					每股指标				
					每股收益	0.26	0.50	0.58	0.64
					每股净资产	3.85	4.08	4.56	5.09
					每股经营现金	0.42	0.70	0.75	0.69
					每股股利	0.04	0.05	0.10	0.12
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	3143.58	5431.89	6170.28	6747.08					
PE	16.43	8.59	7.40	6.68					
PB	1.12	1.05	0.94	0.84					
PS	0.76	0.62	0.54	0.50					
EV/EBITDA	8.88	4.49	3.12	2.20					
股息率	0.93%	1.22%	2.33%	2.70%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn