



强于大市

工程机械行业 2019 年半年报

综述

行业经营质量整体向好，龙头企业业绩弹性和确定性较强

上半年工程机械行业延续高景气度，挖掘机同比增长 14.2%，设备的开工小时数维持在高位，验证下游需求的真实性；中后期的工程机械品种开始接力挖掘机高增长，汽车起重机、混凝土机械、塔机销量增速更高；国产龙头企业竞争力逐渐增强，市场份额持续提升。2019H1 工程机械行业营收增速近 30%、归母净利润增速超 85%，期间费用率继续下行，盈利能力进一步提升，资产质量明显优化，经营现金流创同期新高；行业龙头中联重科、三一重工、徐工机械业绩基本实现翻番以上的增长，利润弹性在持续释放。未来 2-3 年，在基建投资发力、老旧小区改造、环保政策趋严、机器换人、更新需求及海外市场拓展等的驱动下，行业的周期会被拉平拉长，挖掘机和工程起重机需求量会维持在相对高位，混凝土机械和塔机景气度会更高，行业集中度还会进一步提升，龙头企业业绩弹性和确定性较强。

支撑评级的要点

- **销量现状：**挖掘机继续保持高景气度，汽车起重机、混凝土泵车、塔机等中后期工程机械品种增长更强劲。2019H1 累计实现挖掘机销量 13.7 万台，同比增长 14.2%，在高基数下继续保持高景气度，销量创同期历史新高，经历 5 月销量的短暂下滑后，6 月销量重回增长轨道，7 月实现两位数以上的增长，体现出较强的需求韧性。汽车起重机、混凝土泵车、塔机等中后期工程机械品种由于景气周期错位，上半年需求更强劲，汽车起重机销量超 2.5 万台，同比增长超 50%，混凝土泵车销量超 4400 台，同比增长超 100%，塔机产值也实现翻番以上的增长。
- **经营业绩：**收入和利润延续高增长，行业经营质量不断提升。2019H1 工程机械行业实现营收 1375.3 亿元，同比增长 29.8%，归母净利润 144.2 亿元，同比增长 85.1%，收入和利润端延续高增长，主要是行业销量的持续超预期、行业市场集中度提升及规模化效应等原因所致。上半年行业期间费用率降至 13.0%，毛利率和净利率分别提升至 26.9%、10.9%，行业的资金回流速度进一步加快，运营效率增强，存货和应收账款周转率分别提升至 2.1、1.5，本轮行业更加稳健和理性，更注重经营的质量，严格把控分期首付比例和客户的资信，客户全款付款占比明显增加，现金流大幅改善，上半年行业经营净现金流为 185.2 亿元，再创同期新高，行业经营质量不断提升。
- **展望未来：**多因素共振拉长拉平行业周期，挖掘机和汽车起重机需求将维持在高位，混凝土泵车需求高峰将持续到 2021 年，塔机产值将保持持续增长，龙头企业市场份额会进一步提升，海外市场拓展也会陆续有成效。在中美贸易摩擦持续升温、房地产调控趋严、国内消费需求疲软的背景下，基建作为稳增长的主要手段，未来 2 年政策有望进一步加码，基建投资增速将逐渐上行，19 年有望实现两位数以上的增长，有望提振工程机械的需求。我们预计挖掘机和汽车起重机需求将维持在高位，2 混凝土泵车 2020 年销量预计近万台，同比增长约 30%，需求高峰会持续到 2021 年，塔机由于技术迭代更新，装配式建筑渗透率越来越高，需求会持续旺盛。国内各产品行业竞争格局已比较清晰，龙头市场份额会进一步提升，三一、中联、徐工的海外布局和拓展已初具成效，海外市场也将逐渐发力，龙头企业接下来业绩弹性和确定性较强，我们认为工程机械龙头企业已再次迎来布局窗口。

重点推荐

- 持续重点推荐国内主机龙头中联重科、三一重工、徐工机械及零部件恒立液压，建议关注塔机租赁龙头建设机械。

评级面临的主要风险

- 工程机械行业景气度大幅下滑，基建和地产投资不及预期，行业竞争恶化。

相关研究报告

- 《国常会对工程机械行业影响点评》20190905
- 《油服行业 2019 年半年报综述》20190903
- 《光伏设备行业深度报告》20190831

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备

杨绍辉

(8621)20328569

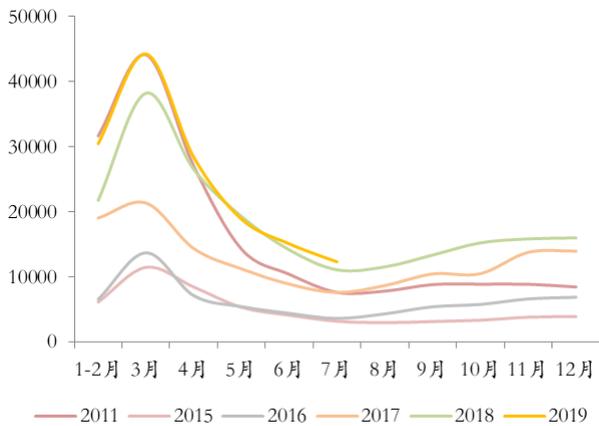
shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

销量情况：挖掘机持续保持高景气度，其他中后期工程机械品种增长更强劲

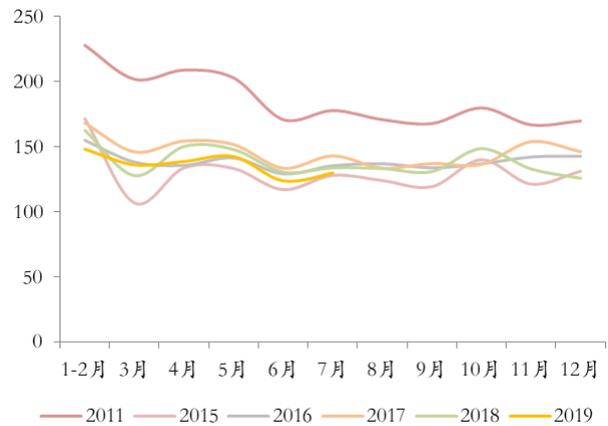
挖机持续高景气度，开工小时数验证下游需求的真实性。2019H1 累计实现挖掘机销量 13.7 万台，同比增长 14.2%，销量创同期历史新高，持续保持较高景气度。挖掘机经历 5 月小幅下滑后，6 月销量增速重新转正，7 月销量增速重回两位数，体现出较强的需求韧性，销量强劲的背后是基建投资的拉动、环保政策的趋严、更新需求的延续以及机器换人等多因素的共振。从小松的挖机开工小时数来看，6 月开工小时数 124.0h，同比下降 6.7h，7 月开工小时数 130.1h，同比降低 3.9h，考虑到小松在国内市场份额的持续下滑，开工水平依然维持在较高水平，进一步验证了下游需求的真实性。

图表 1. 挖掘机月销量走势（台）



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银国际证券

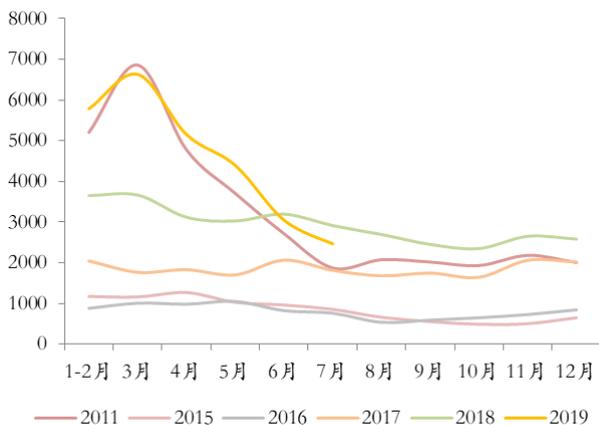
图表 2. 小松开工小时数（小时）



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银国际证券

中后期工程机械品种接力，工程起重机、混凝土机械、塔机 19-21 年陆续迎需求高峰。由于施工顺序和作业强度不同，起重机、混凝土机械、塔机等设备景气度有所滞后，19 年开始这些中后期工程机械品种开始接棒挖掘机高增长，上半年汽车起重机销量超 2.5 万台，同比增长超 50%，混凝土泵车销量超 4400 台，同比增长超 100%，塔机产值也实现翻番以上的高增长。根据我们模型测算，汽车起重机 19 年将迎来更新需求高峰，后续销量取决于基建投资的拉动及国六标准实施带来的强制更换，混凝土泵车更新需求会延续到 2021 年，未来两年将继续保持高景气度，塔机需求由于装配式建筑渗透率的提升将持续向上。

图表 3. 汽车起重机月销量走势（台）



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银国际证券

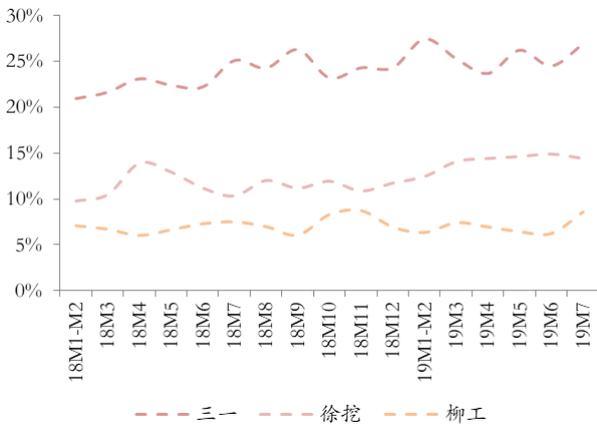
图表 4. 混凝土泵车和汽车起重机工作小时数（小时）



资料来源：中联重科，中银国际证券

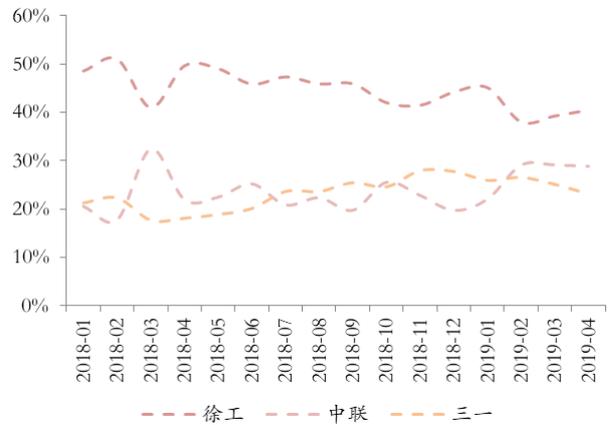
行业龙头核心竞争力优势明显，市场份额持续提升。国内龙头在产品、技术研发、服务、规模、渠道等多方面优势明显，与外资品牌相比性价比优势愈来愈突出，因而市场份额不断提升。前7月，三一、徐工、柳工挖掘机市场份额分别提升至25.6%、14.0%、7.0%；汽车起重机三大厂商市场份额也由之前的90%左右提升至2019年的94%左右，其中中联和三一市场份额提升较明显，中联汽车起重机市场份额较2018年提升6.8pct至30%，三一市场份额也提升至25%以上水平，徐工市场份额有所下滑，未来产品和服务有竞争力的品牌市场份额还会进一步提升。

图表 5.国内三大主机厂挖掘机市场份额变化



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银国际证券

图表 6.国内汽车起重机三大厂商市场份额变化

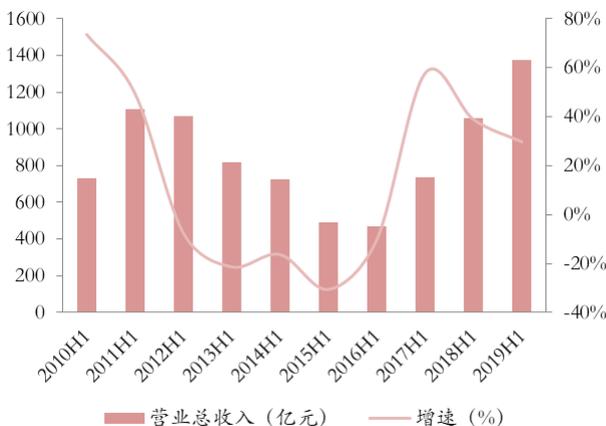


资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银国际证券

经营业绩：收入和利润延续高增长，行业经营质量不断提升

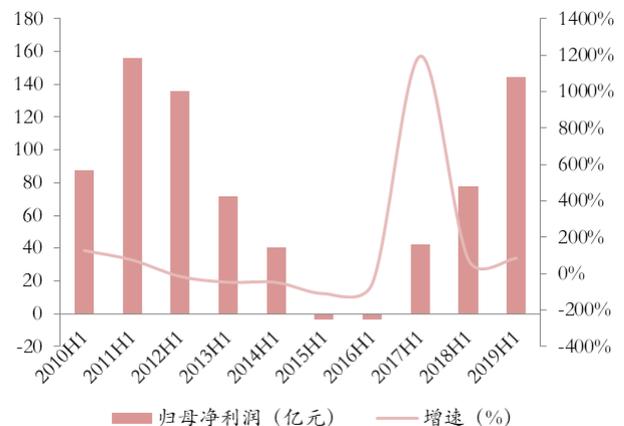
行业景气度持续超预期，上半年营收和归母净利润继续实现高增长。以我们统计的16家工程机械上市公司作为行业分析样本，2019H1共实现销售收入1375.3亿元，同比增长29.8%，归母净利润144.2亿元，同比增长85.1%，高基数下上半年业绩继续保持高增长，主要是行业销量的持续超预期、行业市场集中度提升及规模化效应等原因所致，行业的高景气度仍在延续。

图表 7.工程机械行业上半年营收及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

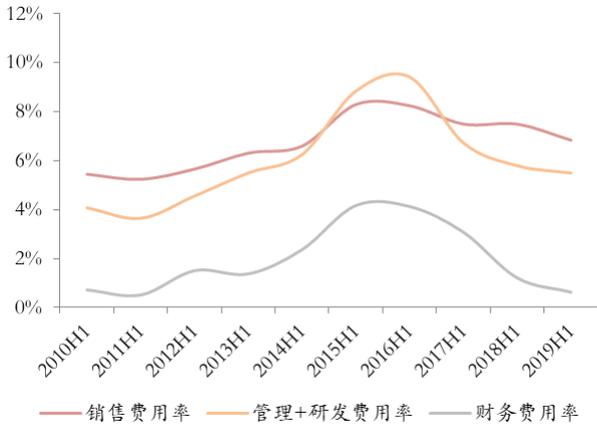
图表 8.工程机械行业上半年归母净利润及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

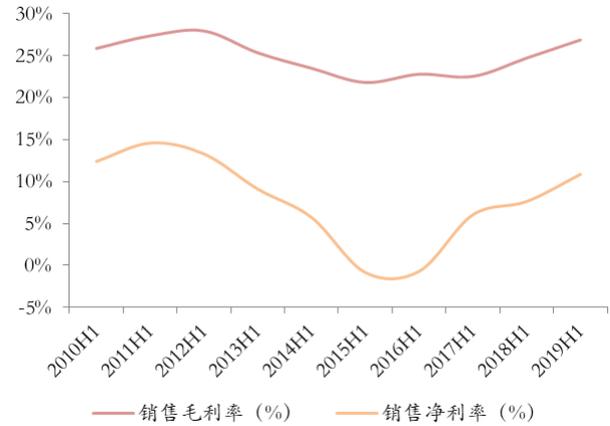
期间费用率继续下行，毛利率和净利率进一步提升。2019H1 工程机械行业期间费用率为 13.0%，同比下降 1.5pct，其中销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率分别为 6.8%、5.5%、0.6%，分别同比下降 0.7、0.3、0.6pct，行业整体费用控制良好，加上规模化效应、汇兑损益的减少和利息净支出减少等因素，行业期间费用率继续下行；与此同时，行业盈利能力持续提升，上半年毛利率为 26.9%，同比增加 2.2pct，净利率为 10.9%，同比增加 3.2pct，目前行业净利率水平与上轮周期相比仍有差距，未来还有一定的提升空间。

图表 9.工程机械行业期间费用率继续下行



资料来源：万得，中银国际证券

图表 10.工程机械行业盈利能力持续提升



资料来源：万得，中银国际证券

资产周转率进一步提升，经营现金流创同期新高。2019H1 行业的资金回流速度进一步加快，运营效率增强，存货和应收账款周转率分别为 2.1、1.5，分别同比提升 0.2、0.2。与上一轮景气周期相比，本轮行业更加稳健和理性，更注重经营的质量，严格把控分期首付比例和客户的资信，客户全款付款占比明显增加，现金流大幅改善，上半年行业经营净现金流为 185.2 亿元，再创同期新高，从现金流与营收的占比来看，2019H1 为 13.5%，同样是历史同期最高水平。

图表 11.工程机械行业资产周转率进一步提升



资料来源：万得，中银国际证券

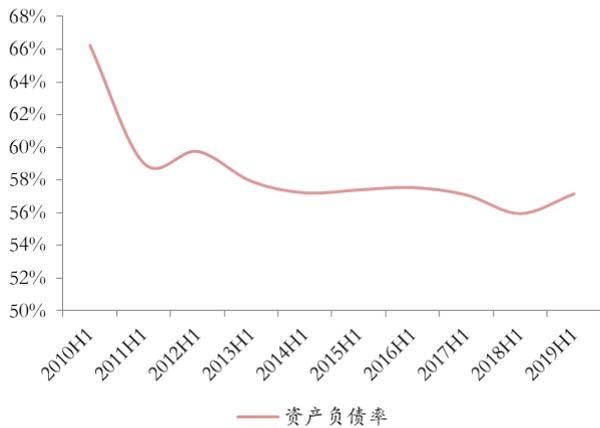
图表 12.工程机械行业经营现金流创同期历史新高



资料来源：万得，中银国际证券

资产负债率基本持平，单季度 ROE 震荡攀升。2019H1 工程机械行业资产负债率为 57.2%，与过去几年大致相当，相比上一轮景气周期行业的杠杆水平有所降低。从 2016Q4 以来，单季度 ROE 保持震荡攀升的趋势，单季度 ROE 同比都有明显的改善，上半年行业 ROE 为 9.2%，其中一季度为 4.2%，二季度进一步提升至 4.9%，在负债率保持相对稳定、销售净利率和资产周转率不断提升的背景下，ROE 接下来还有一定的修复空间。

图表 13. 工程机械行业资产负债率保持大致稳定



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 14. 工程机械行业单季度 ROE 震荡盘升



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 15. 工程机械行业上市公司 2019H1 业绩情况

股票代码	公司名称	2019H1 营收 (亿元)	同比 (%)	2019H1 归母净利润 (亿元)	同比 (%)	2019H1 毛利率 (%)	同增 (%)	2019H1 净利率 (%)	同增 (%)
600031.SH	三一重工	433.86	54.27	67.48	99.14	32.36	0.72	15.99	3.49
000425.SZ	徐工机械	311.56	30.12	22.83	106.82	18.33	0.99	7.36	2.73
002097.SZ	山河智能	36.29	33.28	3.16	5.55	30.30	(3.29)	8.85	(2.77)
000923.SZ	河北宣工	26.57	14.94	2.26	292.15	62.71	5.32	14.37	10.82
000157.SZ	中联重科	222.62	51.23	25.76	198.11	30.00	4.41	11.55	5.75
000528.SZ	柳工	101.31	3.86	6.61	10.92	23.10	0.12	6.98	0.46
601100.SH	恒立液压	27.93	29.05	6.71	44.74	37.03	2.43	24.06	2.59
603638.SH	艾迪精密	7.43	47.56	1.82	48.92	43.17	(1.91)	24.45	0.23
600815.SH	*ST厦工	10.39	(39.33)	(2.77)	(421.66)	12.93	(0.74)	(24.19)	(23.49)
000680.SZ	山推股份	34.82	(24.37)	0.44	(41.12)	14.63	(0.40)	1.49	(0.25)
600984.SH	建设机械	13.99	51.92	1.88	217.48	36.76	5.70	13.44	6.92
600761.SH	安徽合力	50.14	(1.38)	3.50	(0.50)	21.81	2.49	8.13	0.48
603298.SH	杭叉集团	46.14	6.28	3.48	10.43	20.93	0.38	8.45	0.73
002459.SZ	天业通联	1.40	(22.90)	(0.41)	(584.41)	26.88	9.57	(29.36)	(34.04)
600375.SH	华菱星马	38.05	2.87	0.29	(29.89)	14.25	(0.25)	0.68	(0.45)
603611.SH	诺力股份	12.80	6.93	1.15	20.15	23.42	0.46	9.42	1.15

资料来源: 公司公告, 万得, 中银国际证券

图表 16. 报告中提及上市公司估值表

公司简称	股票代码	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(倍)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
恒立液压	601100.SH	买入	33.49	295.38	0.95	1.34	35.3	25.0	5.61
三一重工	600031.SH	买入	13.85	1159.25	0.73	1.38	18.9	10.0	4.72
徐工机械	000425.SZ	买入	4.55	356.43	0.26	0.50	17.4	9.0	3.47
中联重科	000157.SZ	买入	5.84	441.66	0.26	0.56	22.7	10.5	4.72
建设机械	600984.SH	未有评级	8.26	68.38	0.19	0.55	43.5	15.0	4.30
艾迪精密	603638.SH	未有评级	26.23	101.12	0.58	0.86	45.2	30.5	2.99

资料来源: Wind, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 9 月 4 日, 未评级公司盈利预测来自万得一致预期

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，没有担任本报告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；本报告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士，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