

# 广发机械“传道”系列之八

## 或许我们正在经历一轮超级景气周期

### 核心观点:

#### ● 工程机械需求景气周期的比较，当前处在什么位置？

本轮工程机械需求从2016年中复苏以来，目前已经持续了接近4年，我们判断挖机增速到了需求的中低速阶段，目前挖掘机在20%的中低速增速区间运行了3个季度，是历史上最长的一次中低增速需求阶段。结合历史两轮大景气周期，我们判断，当前我们可能正在经历一轮超级景气周期。主要表征包括：（1）持续时间长，目前已经持续了40个月；（2）销量规模有望在历史新高的基础上再创新高；（3）龙头企业的市占率扩张带来更大的弹性，且基本无资本开支，从2019中报经营情况看，龙头企业营收规模、经营性现金流、净利润规模等指标都远超历史高点水平。

#### ● 为什么我们当前正在经历一轮超级景气周期？

本轮需求景气周期维持高强度高韧性的核心原因是多个需求周期叠加，具体包括：（1）需求结构相对历史两轮更加多元化，历史两轮需求比较单一，主要是基于地产和基建投资增速快速扩张带来的需求，这一轮中，地产和基建的新增投资需求边际变弱；（2）挖掘机小型化在农村市场广受欢迎，劳动力替代效应显著，这是挖掘机产品自身的红利周期；（3）更新需求占主导，环保排放升级促进历史存量设备以旧换新，存量需求叠加环保周期带来了需求韧性；（4）国产工程机械企业的产品周期，国产挖机通过十年左右的产品迭代在换机潮中，逐步取代日韩和欧美设备，获得更高的市场占有率，本质上是企业产品力的提升。

#### ● 货币政策“空中加油”，专项债和持续降准提供韧性基础

工程机械行业比较有效的前瞻指标是信贷数据，信贷数据是和货币政策和货币环境相关的，历史两轮来看，需求景气周期的结束基本都伴随着加息周期的来临，货币收紧明显，我们观察本轮需求周期，一直处在降息通道中，当前的经济基本面加息的概率较小，今年以来持续的降准，为需求提供了边际韧性，近期国常会拟提前下达明年专项债部分新增额度，也是从信贷上解决终端的需求问题。货币政策“空中加油”，有助于提供需求韧性。  
**投资建议：**当前需求景气依然在持续，需求保持中低速增长，是最有利于扩大市场份额的国产龙头企业的，国产龙头设备公司以其强大的产品力和渠道力开拓市场份额，获取高于行业平均增速的增长速度。在存量主导的需求结构中，企业资本开支减少，产能利用率和周转速度加快，边际利润率提升显著。我们建议继续关注具备市场份额提升的龙头企业，重点推荐三一重工，建议关注中联重科（000157.SH/01157.HK）、徐工机械和柳工，以及产业链核心零部件企业恒立液压和艾迪精密。

**风险提示：**环保推行和执行力度低于预期；终端激烈的价格战导致毛利率下降；海外品牌抢占市场份额；国产品牌品质下降导致份额下滑。

### 行业评级

**买入**

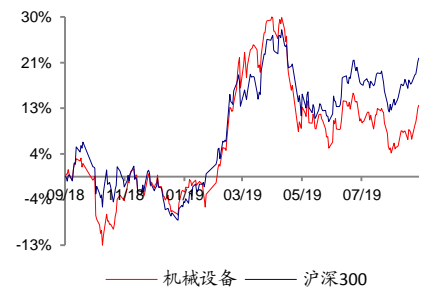
前次评级

买入

报告日期

2019-09-09

### 相对市场表现


**分析师：**

罗立波



SAC 执证号：S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

**分析师：**

代川



SAC 执证号：S0260517080007



SFC CE No. BOS186



021-60750615

daichuan@gf.com.cn

请注意，罗立波并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

机械设备行业：进入低增速区间，景气周期有望持续	2019-09-01
光伏设备深度（二）：异质结（HJT）：一代工艺，一代设备	2019-08-26
广发机械“传道”系列之七：基于PB-ROE模型探讨工程机械龙头估值	2019-08-25

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
三一重工	600031.SH	CNY	14.75	2019/08/30	买入	17.68	1.36	1.61	10.85	9.16	7.68	6.67	25.7	23.3
中联重科	000157.SZ	CNY	5.99	2019/09/01	买入	6.36	0.53	0.67	11.30	8.94	6.46	5.71	9.5	10.7
柳工	000528.SZ	CNY	6.49	2019/01/28	买入	8.30	0.79	0.89	8.22	7.29	5.79	5.40	8.2	10
徐工机械	000425.SZ	CNY	4.65	2019/09/01	买入	5.88	0.49	0.60	9.49	7.75	5.91	5.32	13.1	13.8
恒立液压	601100.SH	CNY	34.71	2019/08/26	买入	36.92	1.42	1.66	24.44	20.91	17.63	15.75	21.6	20.2
艾迪精密	603638.SH	CNY	26.18	2019/08/08	买入	27.52	0.86	1.25	30.44	20.94	21.52	15.00	22.3	24.6
中联重科	01157.HK	HKD	5.55	2019/09/01	买入	5.24	0.58	0.74	9.03	7.08	6.46	5.71	9.5	10.7

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

一、需求景气周期的比较，我们处在什么位置？ .....	5
二、为什么我们正在经历一轮超级景气周期 .....	7
2.1 新增投资需求之外，还叠加环保、更新等需求 .....	7
2.2 农村需求加快，挖掘机小型化对劳动力替代效应显现 .....	9
2.3 更新需求占据主导，环保升级促进以旧换新需求 .....	9
2.4 叠加了国产设备的换机潮，十年的产品周期 .....	12
三、货币政策“空中加油”，提供持续韧性 .....	15
3.1 当前阶段，货币不紧，持续降准提供需求韧性 .....	15
3.2 历史上两轮需求的结束都伴随着加息周期来临，货币先紧缩 .....	17
四、投资建议及风险提示 .....	18

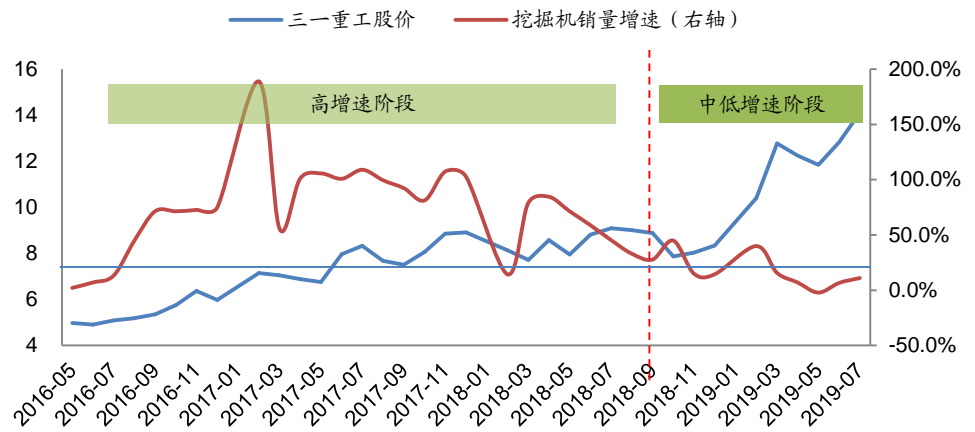
## 图表索引

图 1: 三一重工股价 (元/股) 表现和挖掘机销量需求的关系 .....	5
图 2: 1993-2019 年挖掘机销量 (台) .....	5
图 3: 工程机械第一、二轮景气周期和当前景气周期 (挖掘机增速) 的对比 .....	6
图 4: 房地产开发投资增速、基建增速和挖机增速 (右轴) 对比 .....	7
图 5: 2010-2018 年国内小挖销量 (台) .....	9
图 6: 终端重点挖掘机以旧换新比例水平 .....	10
图 7: 挖掘机保有量及测算更新需求 (万台) .....	11
图 8: 国内挖掘机产品保有量结构 .....	12
图 9: 终端销量以旧换新需求的来源 .....	12
图 10: 国内挖掘机销量重要品牌市场份额变化 .....	13
图 11: 国内挖掘机各类品牌销量和更新需求的匹配情况及更新需求比例测算 .....	13
图 12: 新增人民币中长期贷款和挖掘机销量增速的匹配 .....	15
图 13: 存款准备金率和中长期贷款利率水平 .....	16
图 14: 挖掘机销量增速和存款准备金率水平对比 .....	16
图 15: 历史上两次挖掘机回调过程基本都是在降息周期中 .....	17
图 16: 2007-2008 年挖机增速和中长期贷款 (右)、地产新开工增速 (右) .....	17
图 17: 2010-2013 年挖机增速和中长期贷款 (右)、地产新开工增速 (右) .....	18
表 1: 对比历史上三轮工程机械景气周期 .....	6
表 2: 截止 2018 年对不同排放标准的挖掘机保有量测算 .....	11

## 一、需求景气周期的比较，我们处在什么位置？

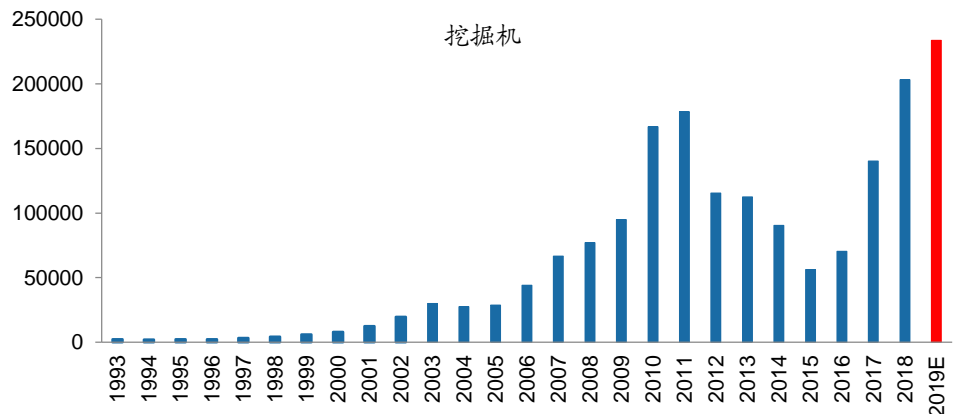
当前阶段工程机械行业进入需求平稳阶段。本轮工程机械需求从2016年中复苏以来，目前已经持续了4年，到目前为止，挖掘机销量需求增速在中低增速已经维持了3个季度，也基本验证了前期报告中我们的判断。挖掘机需求增速从2019年4月份开始，增速中枢开始逐步步入到20%以内的增速水平，一方面是因为去年的基数逐步抬升，另一方面是因为保有量增速过快增长。反馈到龙头企业股价上，三一重工股价在需求进入中低增速后反而表现更加强势，也基本验证了我们2018年10月14日发布的周报《工程机械专题：当需求进入中低增速以后》中的观点，即行业销量增速换挡往往是股价表现的重要起点。根据工程机械行业协会数据显示，2019年1-7月份，挖掘机需求增速继续保持在15%左右增速，2019年大概率销量总量继续创历史新高。

图1：三一重工股价（元/股）表现和挖掘机销量需求的关系



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：1993-2019年挖掘机销量（台）



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

回顾本轮工程机械需求强度,我们认为:当前可能我们正在经历一轮超级景气周期。判断景气周期强度主要从两个角度对比:

(1) 持续时间:从时间尺度看,本轮需求从2016年到现在,持续时间长达40个月左右,对比历史上的三轮需求景气周期,2005-2008年一共持续了42个月,2009-2011年持续了21个月,目前本轮已经持续了40个月,当前需求景气周期仍然未结束,从持续时间的角度看,超越历史是比较大概率事件;

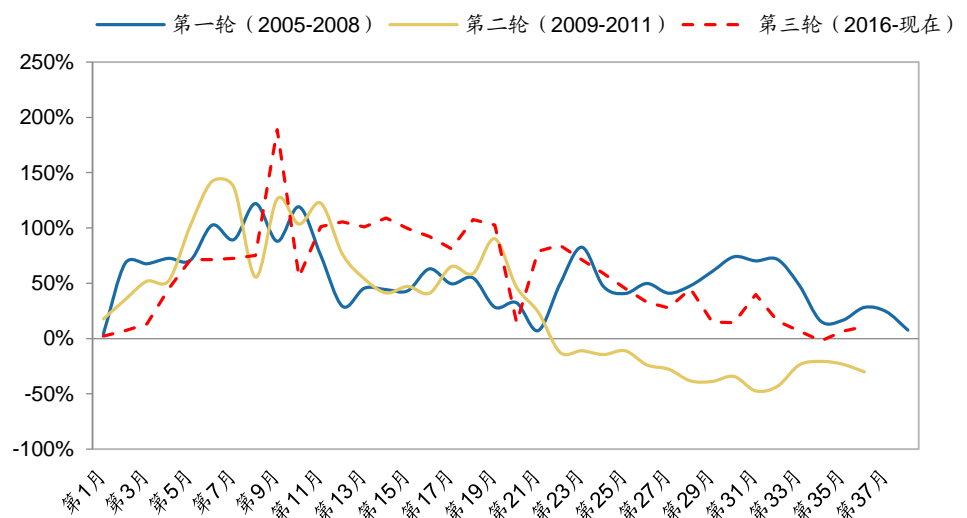
(2) 销量强度:主要通过销量来判断,2018年国内工程机械需求量创历史新高,达到了20.3万台,目前根据工程机械行业协会数据显示,1-7月份数据增长达到了15%,有望继续创新高。所以,从时间和数量角度看,我们可能正在经历一轮超级景气周期。

表1:对比历史上三轮工程机械景气周期

	第一轮周期	第二轮周期	第三轮周期
开始时间	2005年4月	2009年6月	2016年5月
结束时间	2008年9月	2011年4月	--
持续时间	42个月	23个月	40个月(未结束)
高增速时间(增速≥50%)	35个月	20个月	23个月
中增速时间(20%≤增速<50%)	4个月	1个月	10个月
低增速时间(-20%≤增速<20%)	3个月	4个月	>8个月
低增速向负增长时间点	1个月切换	1个月切换	--

数据来源:工程机械协会,广发证券发展研究中心

图3:工程机械第一、二轮景气周期和当前景气周期(挖掘机增速)的对比



数据来源:工程机械协会,广发证券发展研究中心

其次,本轮对景气周期的定义范围更加广泛。景气度落实到企业层面,跟过去两轮

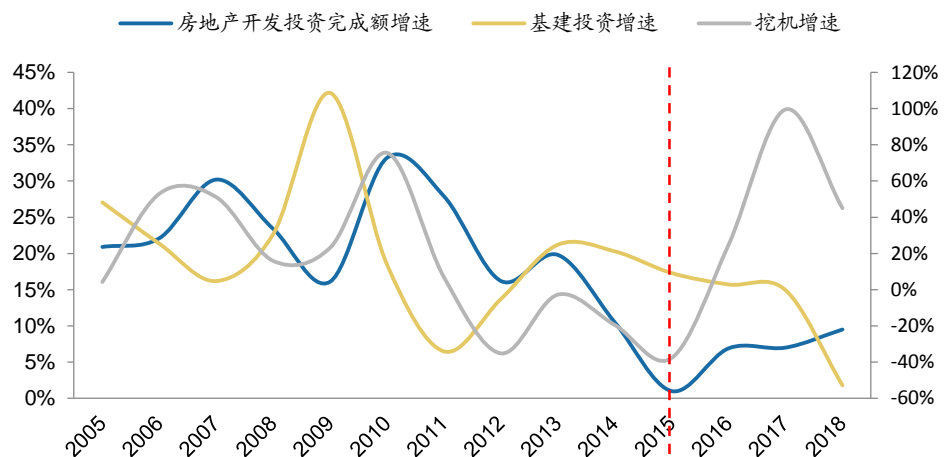
差异更加明显，主要原因包括：（1）企业市场份额提升为收入弹性的贡献更明显；（2）企业层面并没有大规模资本开支，2005-2011年的两轮景气周期都是伴随着企业大规模资本开支的。结构上的演变，使得国内龙头企业的景气度超越了历史上的两轮景气度，龙头企业营收规模、经营性现金流、净利润规模等指标都远超历史高点水平。

## 二、为什么我们正在经历一轮超级景气周期

### 2.1 新增投资需求之外，还叠加环保、更新等需求

过去的分析框架中，工程机械的需求来源核心是房地产投资和基建投资。2005-2015年之间，国内基建和房地产投资保持快速增长的趋势，工程机械的销量需求基本与二者保持一致的趋势，但是本轮以来，趋势发生了比较显著的背离。尤其是基建投资，2017年以来，基建投资增速持续下滑，从此前的15%左右的增长中枢下滑到了个位数中枢，房地产投资增速继续保持在10%左右，但是相对于2014年前的20%的中枢依然下降不少。在两轮需求景气周期里面，工程机械的需求结构正在发生变化，地产和基建依然是构成当前需求的重要基础，但是二者的关联性不如从前。

图4：房地产开发投资增速、基建增速和挖机增速（右轴）对比



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

我们曾经针对挖掘机需求做过专题的分解（详见我们此前的报告），从分解的结果来看，基建需求和地产需求占比从2008年的85%下降到了2018年的60%左右。从动态的角度看，国内挖掘机需求结构经历过3次比较大的变化过程：

（1）2010年之前，国内挖机需求基本由基建需求主导，曾经的4万亿投资计划属于典型，这个阶段挖机的基建需求占比可以达到50%；

(2) 2011-2015年之间，这个阶段是地产和基建并行阶段，具体表现是地产的占比从原来的30%左右上升到了40%左右，背后的原因是城镇化速度加快；

(3) 2015年以来，需求呈现多元化特征，2018年的需求结构中，基建、地产和农村需求占比分别是36.5%、30%和29%。农村需求占比从10年前的不到10%提升到了30%。

挖机的需求结构演变是工程机械需求变化的缩影。当前工程机械体现了比较强的劳动力替代效应，具体在挖机的销售上来看，即是挖机小型化趋势明显，这个特征类似于日本上世纪90年代后期。



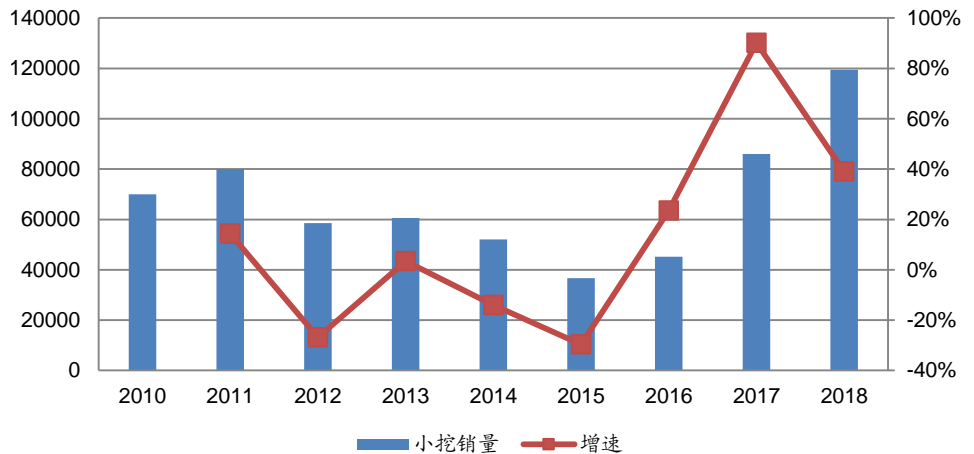
## 2.2 农村需求加快，挖掘机小型化对劳动力替代效应显现

### 为什么农村市场会崛起？

农村挖掘机作业呈现几个特征：（1）使用区域比较狭小；（2）施工场地比较灵活多变；（3）结算模式为非典型台班模式。所以在农村市场小型挖掘机需求更多，农村需求也是挖掘机需求中非常重要的增量部分。农村需求助推小挖连续创历史新高，根据CCMA数据显示，2018年国内小挖销量达到了119458台，同比增长39%，在2017年历史新高的基础上再创历史新高。除了挖机之外，微型泵车也是为农村特定开发的新产品，目前终端市场销量比较火爆。

农村需求快速提升有两个核心原因：一是农村适龄劳动力短缺，挖掘机在农村具备良好的机器换人的空间。二是2015年以来针对农村的精准扶贫、新农村建设等政策，刺激了来自广阔农村的挖机需求。

图5：2010-2018年国内小挖销量（台）

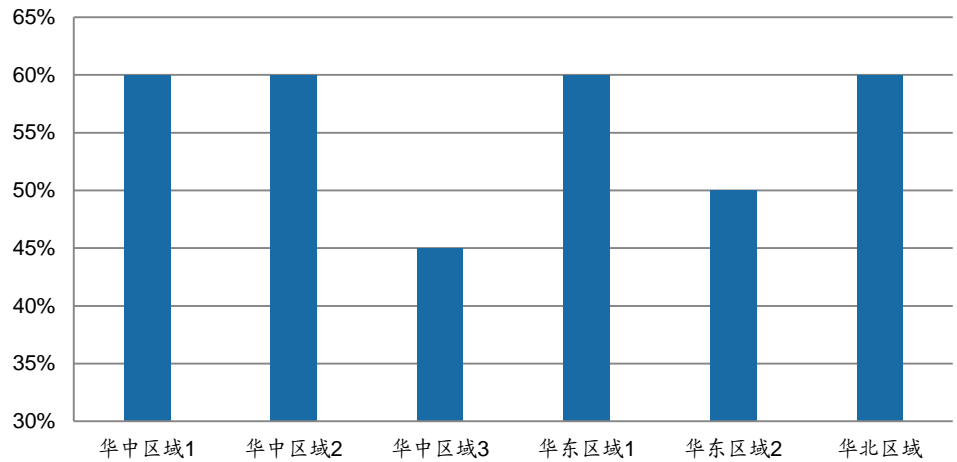


数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

## 2.3 更新需求占据主导，环保升级促进以旧换新需求

更新需求持续贡献国内挖机需求的边际增量。在需求结构中，主要包括两类需求：（1）直接性新增投资需求；（2）更新需求，以设备自然生命周期和使用周期为更新驱动的需求。从2016年以后开始，更新需求开始占总需求的比例超过50%。目前从终端市场反馈的结果来看，以旧换新的比例基本维持在50-60%的水平，以旧换新是更新需求的其中一种重要表现形式。纵向来看，终端部分省份的以旧换新比例呈现出逐年上升的趋势，以华中区域为例，2017年以旧换新比例仅为40-50%，2011年这一比例不足20%，所以以旧换新的比例提升，一方面来自于终端需求修复，同时也是巨大保有量背景下衍生出来的需求，对新增投资带来的需求有一定的熨平作用。

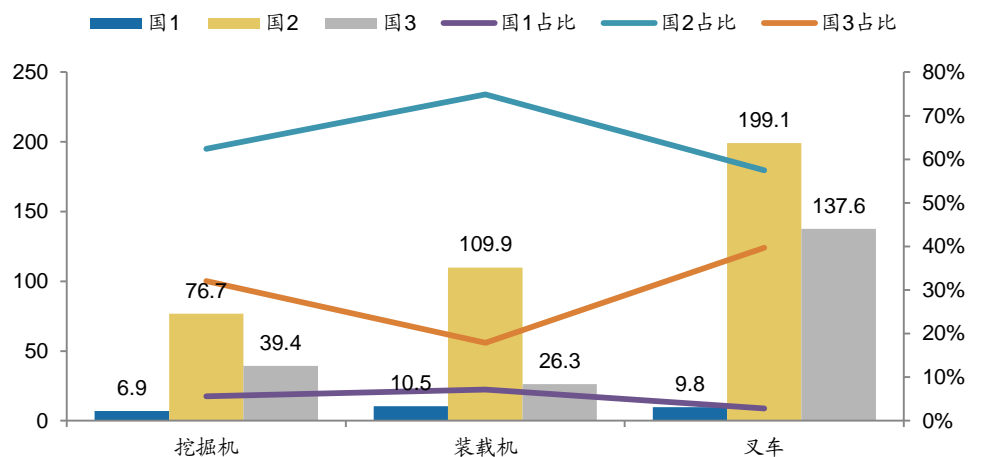
图6: 终端重点挖掘机以旧换新比例水平



数据来源: 广发证券发展研究中心

**环保排放政策加速存量设备的依旧换新。**根据我们统计的历年工程机械设备数量, 将各排放标准设备进行梳理, 可见目前主要工程机械设备中“国一”标准的设备占比已经基本低于1成, 但“国二”标准的数量仍旧高于6成比例, 较新的“国三”设备在20%到40%之间。从规模上, 考虑到目前二三线城市已经逐步对“国一”及其以下标准的车辆限行, 这部分车辆将在短时间内成规模被替换, 构成最直接地更新需求; “国二”设备有是目前市场上挖机数量的主力军, 这部分需求将逐步兑现, 具体取决于各地限产限行政策的推进程度; 2015年后的设备基本都属于“国三”, 短期内这块设备不是政策瞄准的对象, 因此暂不形成更新替换需求。

图9: 不同排放标准的挖掘机、装载机、叉车数量(万台)



数据来源: 工程机械协会, 广发证券发展研究中心

分种类看, “国一”标准的挖机在7万台左右, 装载机、叉车在10万台的水平, 而起重机、推土机和压路机则低于2万台; “国二”标准的挖机达76.7万台, 装载机近110

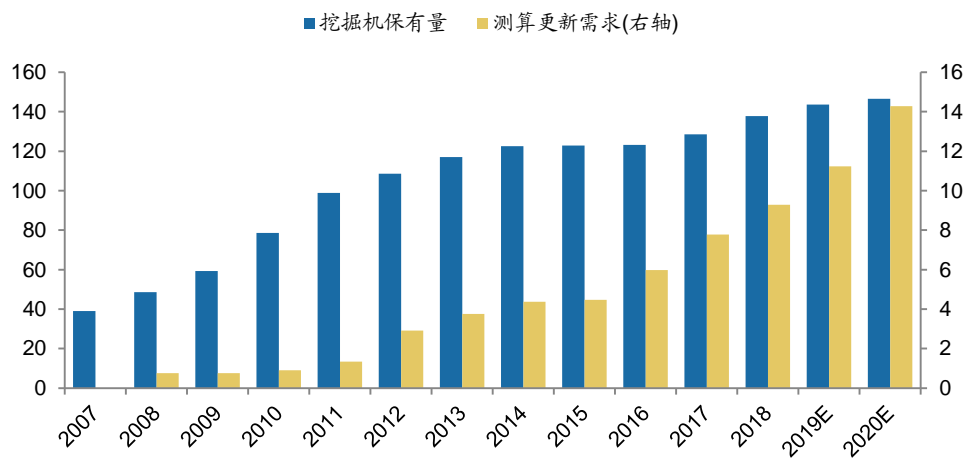
万台，叉车接近200万台，起重机、推土机和压路机分别为14.4、5.9和10.8万。以挖掘机为例，截止2018年年末“国一”设备平均机龄已经接近10年，而市场上基本默认10年为设备的平均使用期限；“国二”设备平均机龄超过7年，今明两年的更新节奏已经开始加速，预计到2021年完成大规模更新置换。

表2: 截止2018年对不同排放标准的挖掘机保有量测算

排放标准	时间	挖掘机保有量 (台)	截止当前平均机龄	备注
国1	2007年10月1日	68774	9.9年	当前以旧换新主力
国2	2009年10月1日	766594	7.1年	当前以旧换新主力
国3	2016年4月1日	393694	1.2年	以新型工程为主
国4	2020年			

数据来源：广发证券发展研究中心

图7: 挖掘机保有量及测算更新需求 (万台)



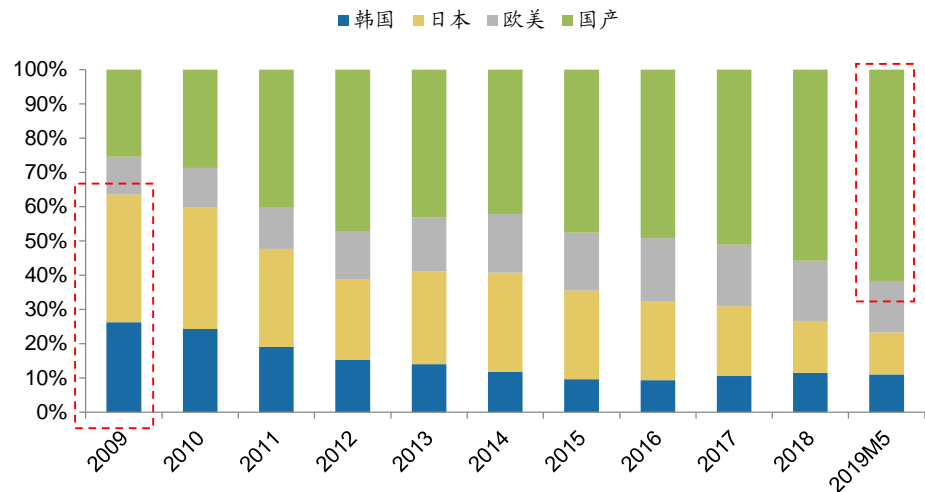
数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

从保有量来看，挖掘机数量基础依旧庞大，预计今年保有量将达143.6万台，仅测算的更新需求已达到11.2万台。加上这类车辆排放污染物更为严重，本身势必成为监管的重点关注设备；对于叉车等物流、仓储行业的特殊作业车辆，文件也明确规定了对港口、仓储等重点工作环境的排查，确保这些作业地区的车辆依法依规接受处理与更新。虽然“国四”标准从明年开始实施，但预计厂商与今年下半年提前生产相关设备，形成工程机械设备行业下半年的短期利好。

## 2.4 叠加了国产设备的换机潮，十年的产品周期

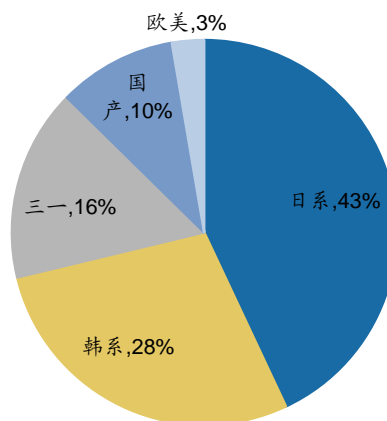
当前终端国产企业的以旧换新来源主要是日韩品牌。从国内挖掘机产品结构来看，行业的国产设备率从10年前的近20%提升至当前超过60%的水平。从进口设备来看，日韩两国的设备从原先各30%的市占率均下降至10%，欧美设备的国内市占率则较为稳定，近年略有上升。按照工程机械使用寿命普遍为10年的假设，目前市场上需要更新的设备中有近60%为日韩产品，这与我们终端草根调研的结论类似。

图8：国内挖掘机产品保有量结构



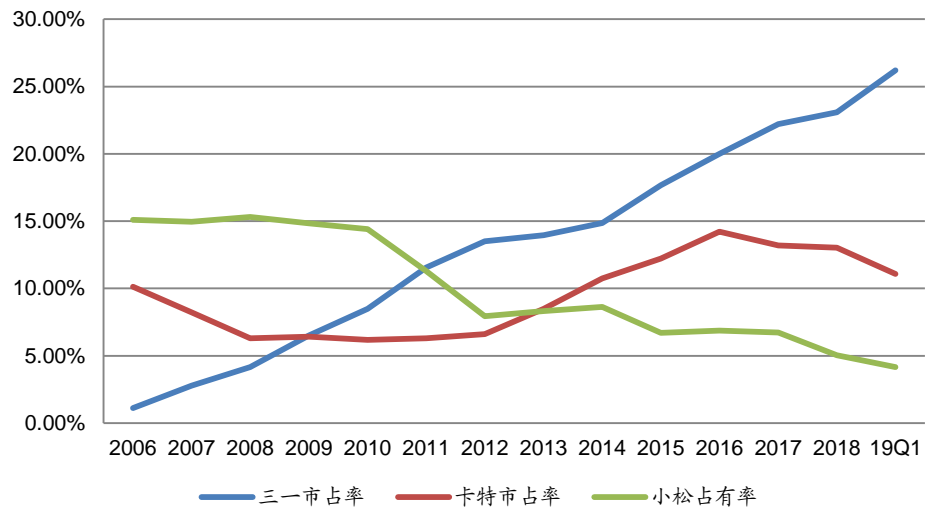
数据来源：中国工程机械协会，广发证券发展研究中心

图9：终端销量以旧换新需求的来源



数据来源：调研数据，广发证券发展研究中心

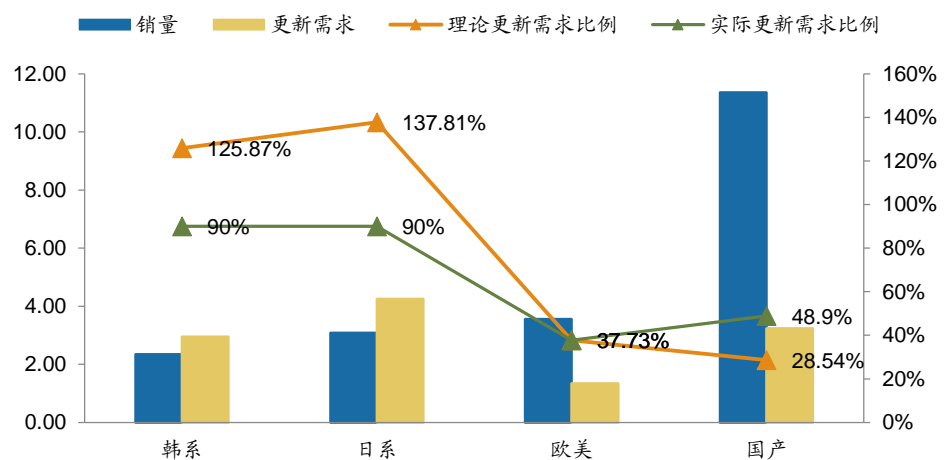
图10: 国内挖掘机销量重要品牌市场份额变化



数据来源: 中国工程机械协会, 广发证券发展研究中心

假设2018年挖掘机更新需求来源于2009年与2010年的平均销售设备量, 各系设备的更新系数均为90%。对比2018年各系产品的销量, 不难发现日韩系产品更新需求均超过当年的产品销量(缺口分别为0.6万台和1.2万台, 缺口率分别为21%和27%)。在市场规模扩张的背景下, 当年的销量无法满足更新需求意味着部分用户的偏好必然从日韩系产品转向国产和欧美系产品, 而结合目前挖掘机的国产机市占率, 我们认为向国产设备转移的用户居多。根据终端了解的情况来看, 目前从以旧换新的来源来看, 国内某龙头企业来自于日系和韩系的换机占比达到了73%, 其中日系占比为43%, 韩系为28%。从日韩系挖机品牌的代理商层面来看, 目前其需求来源中主要以更新需求为主。

图11: 国内挖掘机各类品牌销量和更新需求的匹配情况及更新需求比例测算



数据来源: 中国工程机械协会, 广发证券发展研究中心

综合来看，结合测算的结果我们认为国产设备将从两个角度受益：一方面，环保政策的推行加速了工程机械设备的更新置换，使得国内挖机需求保持比较稳定的需求量；另一方面，国产设备性价比的提升加上国产设备与国内环保政策匹配度更高的优势又进一步推动日韩系产品尤其是挖掘机向国产设备的转换。环保的换机潮，使得有性价比优势的国内设备充分受益。从国产两大品牌三一和徐挖的市占率提升速度来看，基本验证了这一趋势判断。

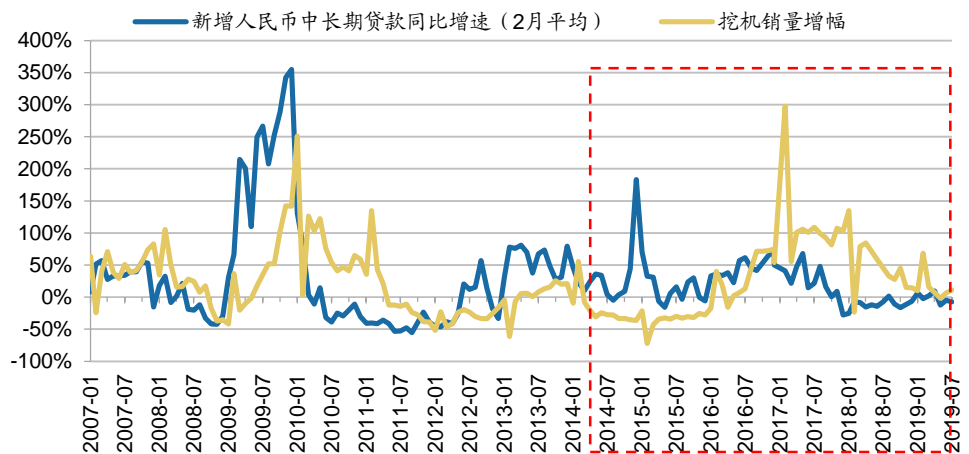
### 三、货币政策“空中加油”，提供持续韧性

#### 3.1 当前阶段，货币不紧，持续降准提供需求韧性

这轮宏观环境相对于2010-2011年的需求周期，最大的不同点在于宏观环境差异，此前货币环境偏紧，房地产投资政策偏紧，从2010-2011年，货币政策实现了连续多次加息，多次提升准备金率的过程，同时经济出现了不同程度的过热情形。而目前这个阶段，2011年的大部分特征都不具备，目前正在经历货币政策相对比较宽松，处在降准的通道中，从2018年以来，已经连续多次降准，释放流动性，2018年在比较激烈的去杠杆后，顶层政策强调货币松紧适度，积极的财政政策更加积极。整体的宏观环境是比较有利于周期类品种的需求表现的。

中长期贷款指标在窄幅区间内波动，通常中长期贷款领先挖掘机销量6-12个月，从2017年底开始，中长期贷款就开始负增长，但是幅度非常小，经历了2018年的去杠杆，货币增速开始收缩，最近几个月，中长期贷款增速投放依然保持在窄幅波动区间。

图12: 新增人民币中长期贷款和挖掘机销量增速的匹配

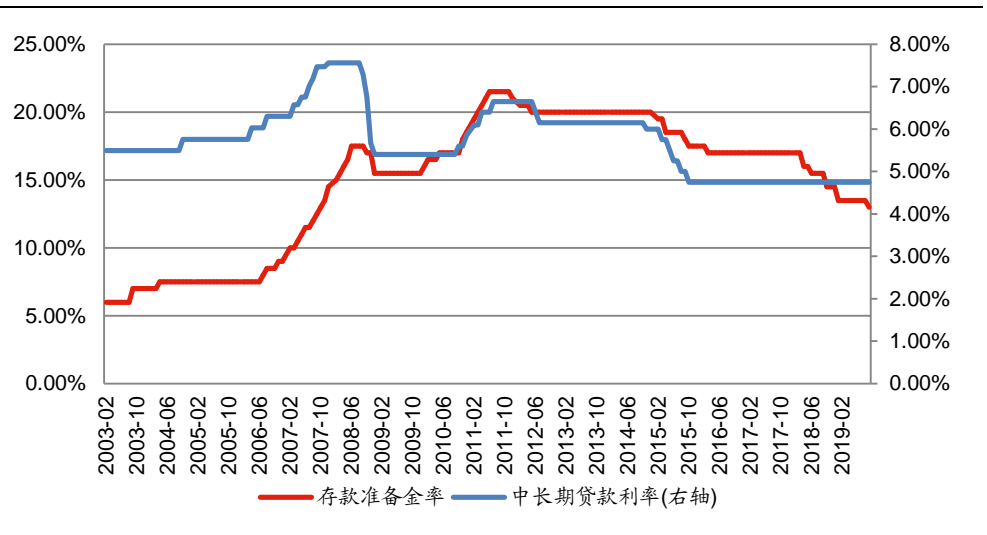


数据来源：中国工程机械协会，广发证券发展研究中心

近期再次全面降准，对工程机械未来的需求形成稳定预期。上周国务院常务会议指出，国内经济下行压力加大，要求及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。9月6日央行网站发布公告称，为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，中国人民银行决定于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次降准释放长期资金约9000亿元，其中全面降准释放资金约8000亿元，定向降准释放资金约1000亿元。工程机械行业是高杠杆经营的行业，对利率和信贷是非常敏感的。下调存款准备金，向实体释放了流动性，稳定终端需求，历史上来看，降息和降准通道开启，对工程机械的需求提振是直接而且显著的。

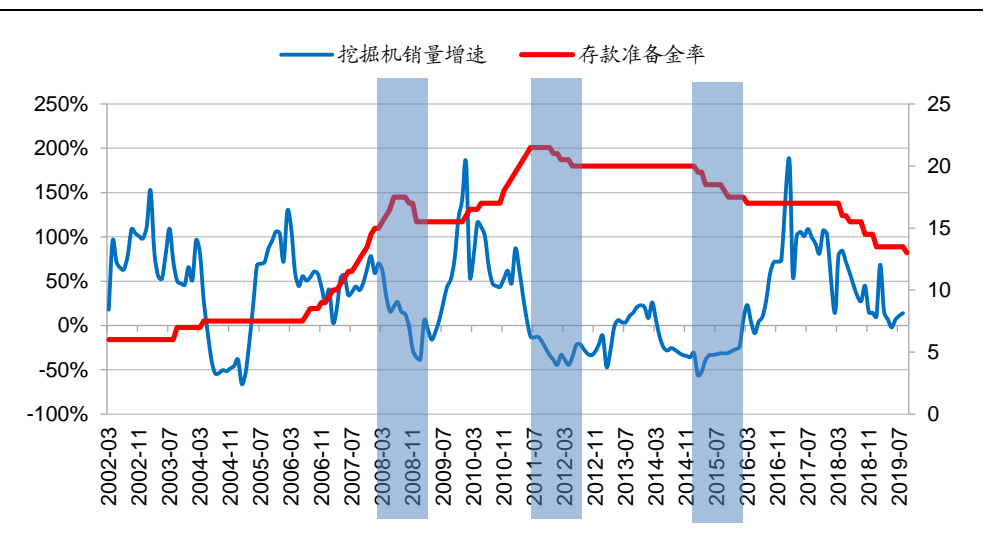
专项债新增额度提前下达，有助于稳定终端投资需求。此前国务院常务会议明确加快地方政府专项债券发行使用的相关措施，拟提前下达明年专项债部分新增额度，拟提前下达的专项债券重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施。

图13: 存款准备金率和中长期贷款利率水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 挖掘机销量增速和存款准备金率水平对比



数据来源: 中国工程机械协会, 广发证券发展研究中心

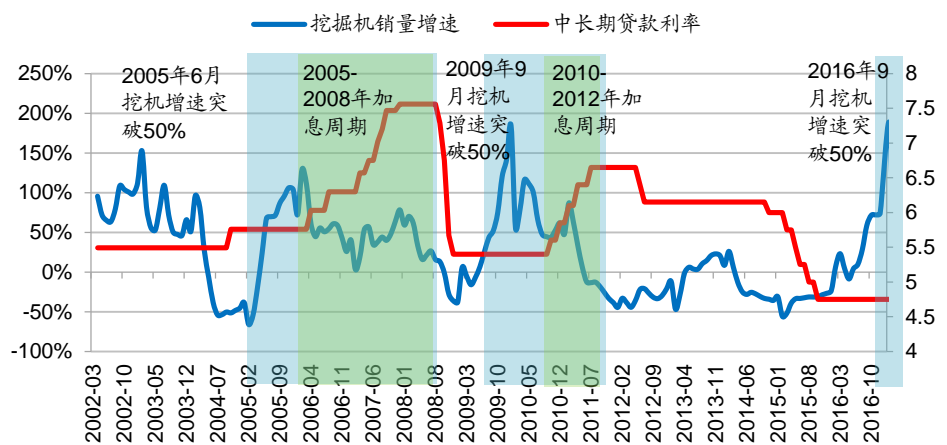


### 3.2 历史上两轮需求的结束都伴随着加息周期来临，货币先紧缩

回顾过去两轮需求，每一次周期结束都有一个共同特征：信贷收缩，进入连续加息周期。工程机械需求量对信贷如此敏感的核心原因在于，历史上的需求结构相对来讲比较单一，地产和基建投资需求在中长期贷款增速会落后6-12个月就进入了负增长区间，宣告景气周期结束。

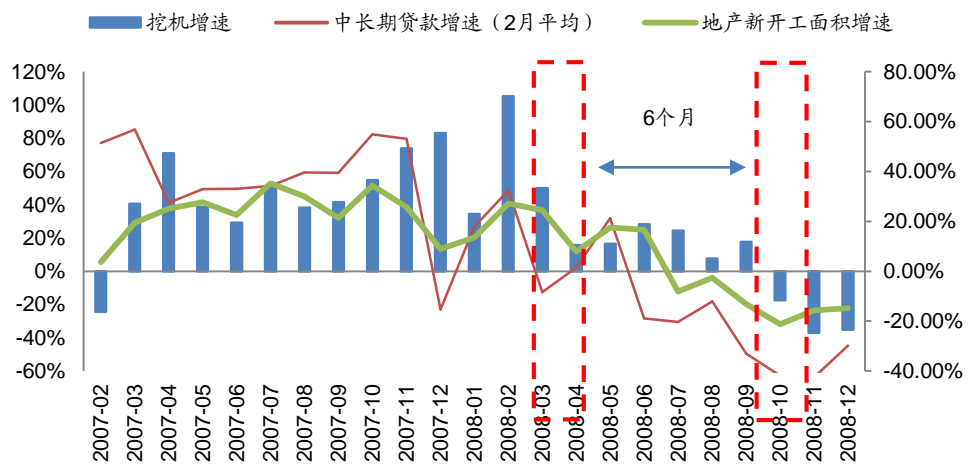
2005-2008年的这轮周期中，2006年开始后开始持续加息，中长期贷款利率从6%左右提高到了2008年初的7.5%左右。而2009-2011年的这轮周期中2010年初开始启动加息，经过4-5次加息过程后，挖掘机需求开始回落至负增长区间。

图 15: 历史上两次挖掘机回调过程基本都是在降息周期中



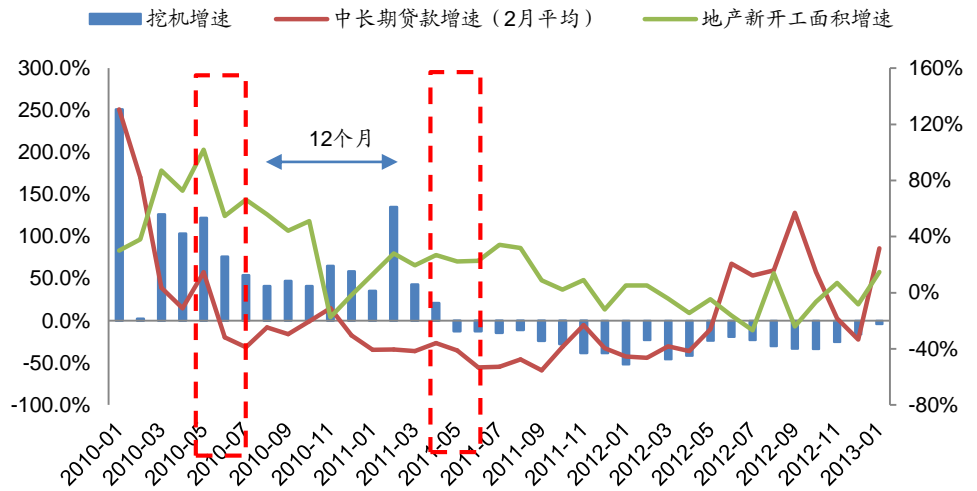
数据来源：中国工程机械协会，广发证券发展研究中心

图 16: 2007-2008年挖机增速和中长期贷款（右）、地产新开工增速（右）



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

图17：2010-2013年挖机增速和中长期贷款（右）、地产新开工增速（右）



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

我们判断当前需求景气周期会持续中低增速区间的核心原因包括：（1）目前整体的信贷政策处在相对宽裕阶段，连续降准释放流动性，从当前经济环境看，暂时无加息基础，货币政策为未来的续期提供了比较强的稳定基础；（2）需求结构的多元化趋势依然在延续，农村需求带动的小挖持续增长，环保排放升级日趋严格，以旧换新比例持续攀升，需求多元化有助于熨平周期新增投资需求的波动；（3）国内龙头企业的市占率仍在扩张，企业层面的景气度依然在延续，表现在业绩层面是业绩显著高于行业均值运行。

#### 四、投资建议及风险提示

**投资建议：**当前需求景气依然在持续，需求保持中低速增长，是最有利于扩大市场份额的国产龙头企业的，国产龙头设备公司以其强大的产品力和渠道力开拓市场份额，获取高于行业平均增速的增长速度。在存量主导的需求结构中，企业资本开支减少，产能利用率和周转速度加快，边际利润率提升显著。我们建议继续关注具备市场份额提升的龙头企业，重点推荐三一重工，建议关注徐工机械、中联重科（000157.SH/01157.HK）和柳工，以及产业链核心零部件企业恒立液压和艾迪精密。

**风险提示：**环保推行和执行力度低于预期；终端激烈的价格战导致毛利率下降；海外品牌抢占市场份额；国产品牌品质下降导致份额下滑。

## 广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：资深分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。