

## 買入

2020年5月26日

### 全球最大的混凝土機械、全國最強的挖掘機械製造商

- 全球工程機械裝備的領先企業，國內的絕對龍頭：** 公司是全球工程機械裝備的領先企業。公司產品主要包括混凝土機械、挖掘機械、起重機械、樁工機械和路面機械，其中泵車、拖泵、挖掘機、履帶起重機、旋挖鑽機、路面成套設備等主導產品已成為中國第一品牌，挖掘機、混凝土輸送泵車、混凝土輸送泵和全液壓壓路機市場佔有率居國內首位，泵車產量居世界首位。
- 下游需求維持高位，行業高景氣度將持續：** 21世紀以來，隨著中國經濟的高速增長，工程機械行業也迎來了發展的高峰期。2006年到2010年是第十一個五年計劃，2008年國家提出四萬億投資計畫，工程機械行業迎來產能的迅速擴張期，以挖掘機為例，五年銷量年複合增長率約為30%。從2011年開始到2015年，下游基建和地產增速開始放緩，因此工程機械行業也開始出現了滑坡，挖掘機銷量逐年遞減，五年銷量年複合增長率約為-21%。16年之後房地產新開工面積開始反彈，由負轉正，而基建投資增速保持高位，行業再次迎來景氣時期，16年挖掘機銷量同比增長24.8%，17年增速更達到了99.5%，幾乎翻倍。目前行業依然處於週期頂部，18年銷量同比增速為45%，19年增速為15.9%，預計高景氣度將持續。
- 混凝土機械全球第一，挖掘機械國內第一：** 公司是全球最大的混凝土機械製造商，為行業內最強的混凝土成套設備供應商，泵車全球市場佔有率為41%，近年來市場份額穩中有升。公司挖掘機械19年銷量同比增長29%，市場份額進一步提升至25.9%，較同期提升2.8%，領先第二名的卡特彼勒約14個百分點，繼續領跑市場，國內市場連續九年蟬聯銷量冠軍。未來需求將繼續保持旺盛，公司的市場份額有望進一步擴大。
- 龍頭地位將愈發穩固，目標價23.10元，買入評級：** 我們對公司採取同類可比的估值方法，A股工程機械公司普遍的估值在10-13倍PE，其他國內龍頭企業估值在12倍左右，而挖掘機行業領頭羊美國卡特彼勒的估值在13-14倍PE之間。考慮公司國內絕對龍頭的地位以及未來的高成長性和高確定性，市占率將穩步提升，龍頭地位會愈發穩固，根據同業估值的方式，我們給予公司14倍PE估值，目標價為23.10元，對應2020年3.5倍PB，相對於現價有20.7%的上升空間，首次覆蓋給予買入評級。

鄒煒

852-25321597

[wilson.zou@firstshanghai.com.hk](mailto:wilson.zou@firstshanghai.com.hk)

張弘揚

852-25321962

[richard.zhang@firstshanghai.com.hk](mailto:richard.zhang@firstshanghai.com.hk)

### 主要資料

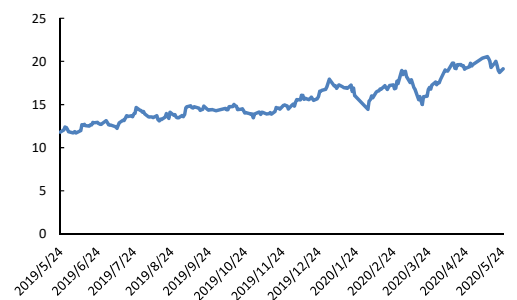
行業	工程機械
股價	19.14元
目標價	23.10元 (+20.7%)
股票代碼	600031.SH
已發行股本	84.36億股
總市值	1614.56億元
52周高/低	21.03元/11.42元
每股淨資產	5.51元
主要股東	梁穩根先生 20.40%

### 盈利摘要

截止12月31日	2018年实际	2019年实际	2020年预测	2021年预测	2022年预测
營業額(百萬人民幣)	55,822	75,666	89,404	98,867	105,481
變動(%)	45.6	35.5	18.2	10.6	6.7
淨利潤(百萬人民幣)	6,116	11,207	13,905	15,880	17,811
每股盈餘(人民幣)	0.78	1.33	1.65	1.88	2.11
變動(%)	187.4	69.6	24.1	14.2	12.2
市盈率@19.14元(倍)	24.4	14.4	11.6	10.2	9.1
市淨率@19.14元(倍)	4.6	3.5	2.9	2.4	2.0
每股股息(人民幣)	0.28	0.42	0.52	0.59	0.66
股息現價比率(%)	1.5	2.2	2.7	3.1	3.5

資料來源：公司資料，第一上海研究部預測

### 股價表現



資料來源：Bloomberg

## 目录

全球最大的混凝土机械、全国最强的挖掘机械制造商.....	3
工程机械板块介绍 .....	5
下游需求维持高位，行业高景气度将持续 .....	6
混凝土机械全球第一，挖掘机械国内第一 .....	10
挖掘机械 .....	10
混凝土机械 .....	12
起重机械 .....	13
桩工机械 .....	14
收入增长空间巨大，盈利能力遥遥领先 .....	15
数字化转型降费，售后服务无与伦比 .....	17
积极进行数字化转型，资产质量显著提升 .....	18
一切源于创新，研发创新成果显著 .....	20
产品性价比出众，售后服务无与伦比 .....	21
推进国际化战略，积极拓宽海外市场 .....	21
龙头地位将愈发稳固，目标价 23.10 元，买入评级 .....	22
主要财务报表 .....	24

## 全球最大的混凝土機械、全國最強的挖掘機械製造商

三一重工是全球工程機械裝備的領先企業，挖掘機、混凝土輸送泵車、混凝土輸送泵和全液壓壓路機市場佔有率居國內首位，泵車產量居世界首位

三一重工股份有限公司（下稱“公司”）由三一集團投資創建於1994年，自成立以來取得了持續快速發展。公司是全球工程機械裝備的領先企業，產品包括混凝土機械、挖掘機械、起重機械、樁工機械、築路機械、建築裝配式預製結構構件，其中泵車、拖泵、挖掘機、履帶起重機、旋挖鑽機、路面成套設備等主導產品已成為中國第一品牌，挖掘機、混凝土輸送泵車、混凝土輸送泵和全液壓壓路機市場佔有率居國內首位，泵車產量居世界首位。

公司于1994年起家於混凝土輸送泵。2003年7月3日，公司在上海A股上市並於2005年6月10日成為首家股權分置改革成功並實現全流通的企業，被載入中國資本市場史冊。2011年7月，公司以215.84億美元的市值，入圍FT全球500強。同年，公司挖掘機市占率12.3%，這是國產品牌首次超越外資品牌獲得第一，宣告國產挖掘機對外資品牌的超越。2012年，公司並購混凝土機械全球第一品牌德國普茨邁斯特，改變了行業競爭格局。2015年，以621米的建築新高再次刷新混凝土超高泵送世界紀錄。2018年，公司獲《財富》2018年最受讚賞中國公司、中國500強、最具影響力創新公司。2019年，公司再獲《財富》2019年最受讚賞中國公司，位列第二，是排名最高的製造業企業。

秉承“品質改變世界”的使命，公司專注於研發，致力打造世界一流的產品。憑藉技術創新實力，公司先後三次榮獲“國家科技進步獎”，兩次榮獲“國家技術發明獎”，成為建國以來工程機械行業獲得的國家級最高榮譽。截至2019年，公司累計申請專利9151項，授權專利7298項，申請及授權數居國內行業第一。

通過自主創新，公司混凝土泵車三次刷新長臂架泵車世界紀錄，公司高壓力混凝土輸送泵多次創造世界單泵垂直泵送世界新高。同時，還成功研製出世界第一台全液壓平地機、世界第一台三級配混凝土輸送泵、世界第一台無泡瀝青砂漿車、亞洲首台1000噸級全路面起重機，全球最大3600噸級履帶起重機，中國首台混合動力挖掘機、全球首款移動成套設備A8砂漿大師等，不斷推動“中國製造”走向世界一流。

憑藉一流的產品品質，公司的設備廣泛參建全球重點工程，其中包括迪拜塔、北京奧運場館、倫敦奧運場館、巴西世界盃場館、上海中心、香港環球金融中心、天津高銀金融117大廈等重大專案的施工建設。

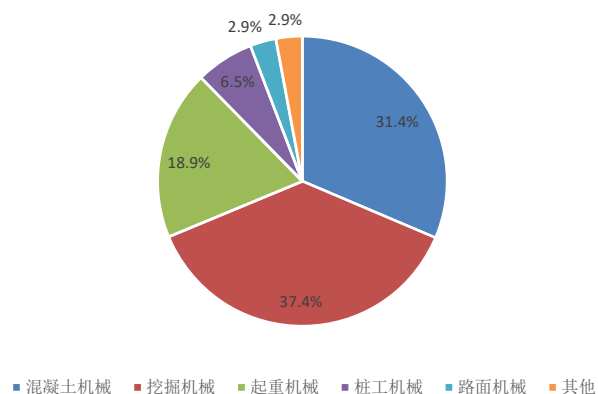
目前，公司的6S中心已遍佈全國主要大中城市，在全球擁有近200家銷售分公司、2000多個服務中心、近萬名名技術服務工程師。近年，公司相繼在印度、美國、德國、巴西投資建設研發和製造基地。自營的機制、完善的網路、獨特的理念，將星級和超值服務貫穿於產品的售前、售中、售後全過程。

圖表 1: 公司歷史沿革

1994	公司成立，成功开发并开始销售混凝土输送泵。
1998	成功开发并开始销售混凝土输送泵车
2000	混凝土输送泵、泵车实现中国市场份额第一
2002	第一台出口设备销往摩洛哥，开启国际化征程
2003	A股在上海证券交易所上市
2006	投资6000万美元在印度建设首个海外研发制造基地
2008	超高压混凝土泵将混凝土输送至上海金融中心492米的垂直高度，刷新混凝土泵送世界纪录
2009	72米臂架泵车被吉尼斯世界纪录认定为世界最长臂架泵车
2010	将产品组合扩大至汽车起重机和混凝土搅拌运输车业务
2011	入围英国《金融时报》全球上市公司500强，排名第431位。
2011	“全球第一吊”自主研制的86米泵车下线，再次刷新世界最长臂架泵车吉尼斯世界纪录。
2011	挖掘机市占率12.3%，国产品牌首次超越外资品牌获得第一
2012	收购世界混凝土机械第一品牌普茨迈斯特，打破行业竞争格局
2015	以621米的建筑新高再次刷新混凝土超高压泵送世界纪录。
2016	取得《武器装备科研生产许可证》，进入军工领域
2018	获《财富》2018年最受赞赏中国公司、中国500强、最具影响力创新公司。

資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

圖表 2: 公司業務結構（截至 2019 年）

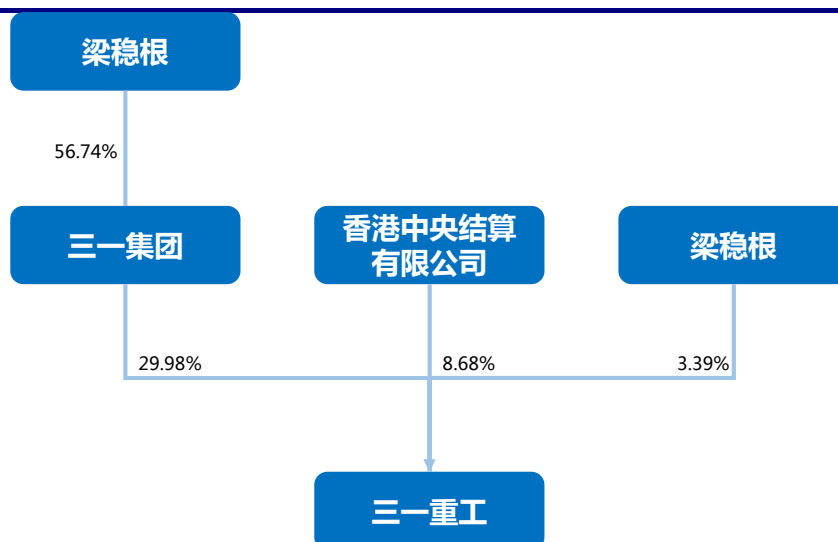


資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

## 公司股權架構

三一重工的控股股東為三一集團，持股比例為 29.98%，三一集團實際控制人梁穩根先生直接持股三一重工 3.39%的股份，持股三一集團 56.74%的股份，因此通過三一集團間接持有三一重工的比例為 17.01%，總持股比例為 20.40%，為三一重工的實際控股股東。

圖表 3: 公司股權結構



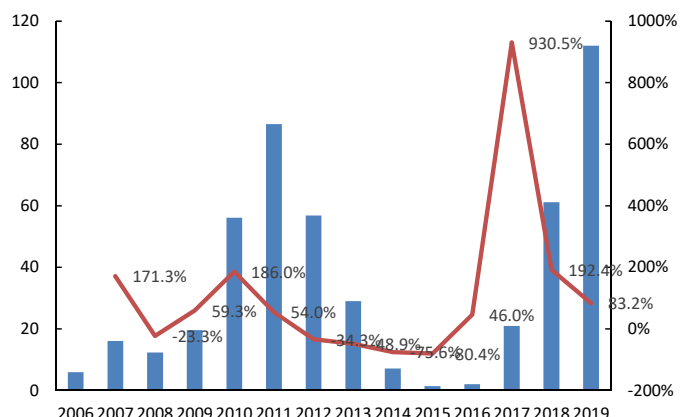
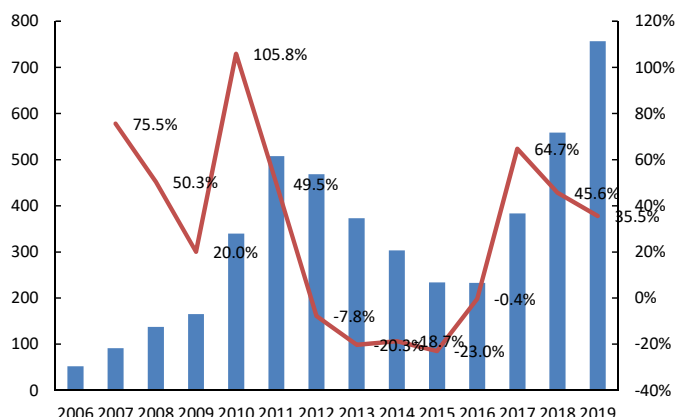
資料來源：公司資料，第一上海整理

## 公司財務規模

截至2019年12月31日，公司收入756.66億元（人民幣，下同），同比增長35.5%，歸母淨利潤為112.07億元，同比增長83.2%，淨利潤率為14.8%。公司總資產為905.41億元，歸屬上市公司股東權益444.21億元。公司總資產回報率為13.6%，股本回報率為28.7%。

圖表 4: 公司營業收入及同比增速 (億元)

圖表 5: 公司歸母淨利潤及同比增速 (億元)



資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

## 工程機械板塊介紹

公司產品包括混凝土機械（泵車、攪拌車和攪拌站等），挖掘機械（大挖、中挖和小挖等）、起重機械（全路面起重機、汽車起重機和隨車起重機等）、樁工機械（壓路機、平地機和旋挖鑽機等）和路面機械（壓路機等）。

圖表 6: 公司產品一覽

挖掘機械



混凝土機械



起重機械



樁工機械



路面機械



資料來源：公司資料，第一上海整理

## 下游需求維持高位，行業高景气度將持續

21世紀以來，我國工程機械行業高速發展

我國工程機械起步較晚，在21世紀之前處於探索摸底的階段，進入21世紀，隨著中國經濟的高速增長，工程機械行業也迎來了發展的高峰期。挖掘機作為工程機械行業的“晴雨錶”和“風向標”，應用領域非常廣泛，是一種多用途土石方施工機械，主要用於土石方挖掘、裝載、土地平整、修坡、吊裝、破碎、拆遷、開溝等作業，所以在公路、鐵路等道路施工，橋樑建設，城市建設、機場港口及水利施工、礦產開採中得到了廣泛應用，為工程建設中最主要的工程機械之一，在工程機械行業具有極強的代表性。

受益於第十一個五年計劃，行業迎來產能的迅速擴張期，挖掘機為例，五年銷量年複合增長率約為30%，下游需求由基建主導

2006年到2010年是第十一個五年計劃，2008年國家提出四萬億投資計畫，我國基建投資規模擴大，從中央到地方各省、市、自治區大量的工程項目的實施，公路交通、鐵道建設、石油化工、礦山開採、城市鄉村建設等方面，挖掘機都成為各種施工工程的首選機種，可以看到，這段時期每年基建增速基本上都保持在20%以上，工程機械行業迎來產能的迅速擴張期，以挖掘機為例，五年銷量年複合增長率約為30%，這段時間基建增速明顯高於地產增速，下游需求由基建主導，占比約為50%，加上地產約占到需求的90%。

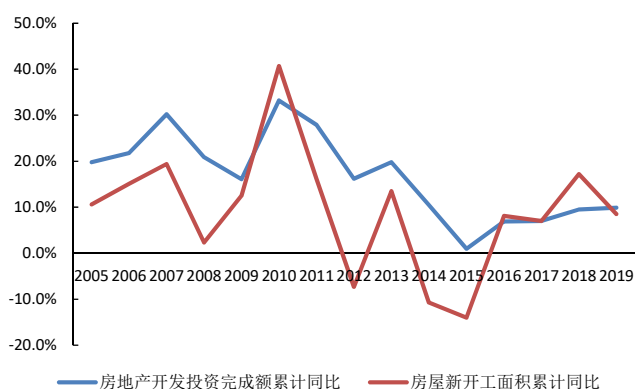
2011年-2015年下游基建和地產增速開始放緩，行業也開始出現了滑坡，在15年跌到低點，銷量同比下滑37.7%

從2011年開始到2015年，下游基建和地產增速開始放緩，尤其是地產增速放緩尤為明顯，新開工面積甚至出現了負增長，因此工程機械行業也開始出現了滑坡，挖掘機銷量逐年遞減，並在15年跌到低點，銷量同比下滑37.7%，五年銷量年複合增長率約為-21%。

16年之後房地產新開工面積開始反彈，基建投資增速保持高位，行業再次迎來景氣時期，農村市場需求拉動明顯

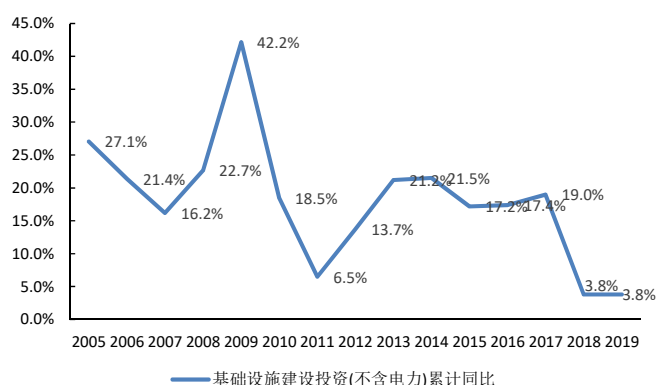
16年之後房地產新開工面積開始反彈，由負轉正，而基建投資增速保持高位，行業再次迎來景氣時期，16年挖掘機銷量同比增長24.8%，17年增速更達到了99.5%，幾乎翻倍。目前行業依然處於週期頂部，18年銷量同比增速為45%，19年增速為15.9%。與上一波工程機械週期高點不同的是，這波景氣度房地產和基建的拉動作用明顯減弱，農村市場逐漸成為下游需求的主力，隨著農村市場的繼續崛起，農村需求占比已提升到30%，基建需求占比約為40%，地產需求約為30%。

圖表 7: 地產投資完成額和新開工面積增速 (%)



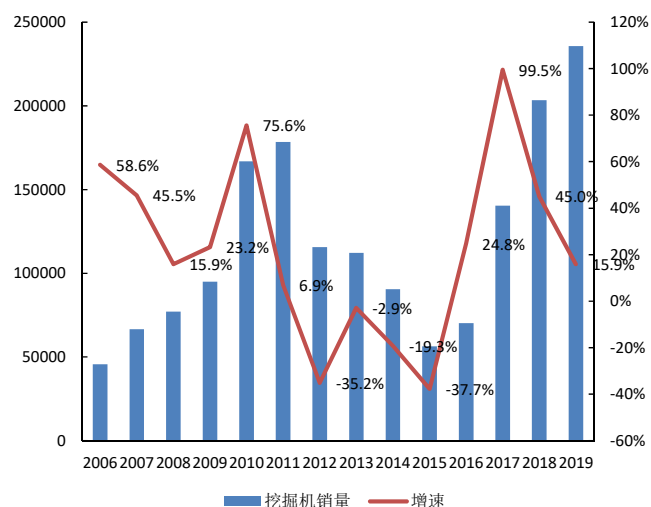
資料來源：國家統計局，第一上海研究部整理

圖表 8: 基建投資累計增速 (%)

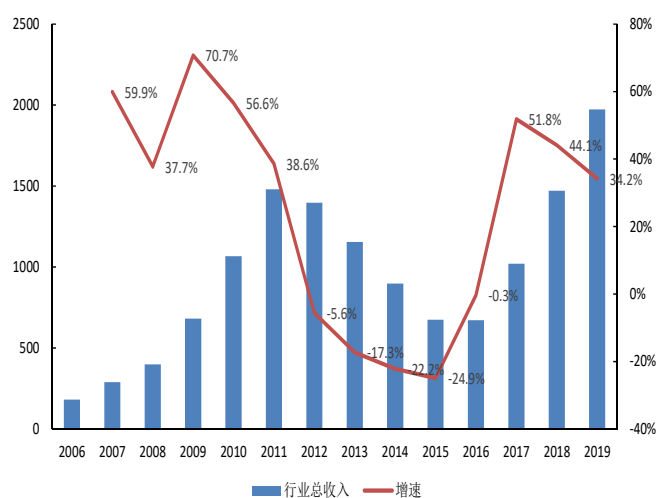


資料來源：國家統計局，第一上海研究部整理

圖表 9：行業挖掘機銷量（台）及增速（%）



圖表 10：行業龍頭公司收入（億元）及增速



資料來源：中國工程機械工業協會，第一上海研究部整理

資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

對這波景氣度進行分析後，我們發現近幾年工程機械行業較以前相比，有以下幾個特點。

消費更加理性，行業實現從以前盲目的搶佔市場空間到現在的實際需求拉動的轉變

第一是消費更加理性，設備首付比例上升。在上一個工程機械行業週期中，企業為了片面追求市場佔有率，採取了非常激進的銷售方式，降低首付款，延長還款期，首付多數僅為 10%，甚至出現零首付，導致行業過度透支未來的需求，進而導致挖掘機銷量逐年遞減並於 2015 年跌至谷底。而現在，挖掘機銷售重回正增長，同時開工小時數也從底部回升，實現了從以前盲目的搶佔市場空間到現在的實際需求拉動的轉變。

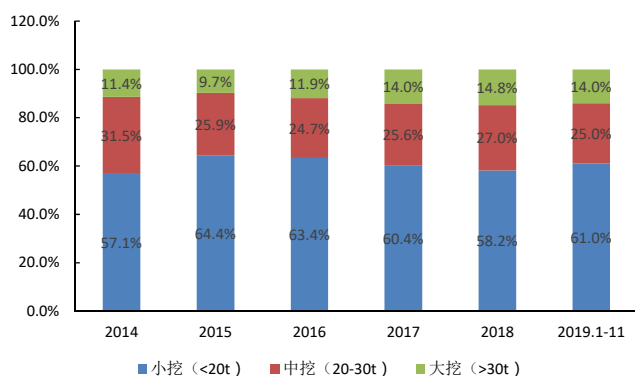
挖掘機設備型號趨於兩極化，小挖大挖占比持續提升

第二是挖掘機設備型號趨於兩極化，小挖大挖占比持續提升。按噸級劃分，挖掘機可分為小挖（0-20t）、中挖（20-30t）和大挖（30t 以上）。大挖主要應用於能源採掘，中挖則以地產和基建需求為主，而小挖則用於農村水利和市政工程的建設。從不同噸位的挖掘機銷量情況來看，小挖銷量占比處於上升趨勢，主要是因為農村市場迅速崛起，下游農村水利、市政工程等需求韌性較強；中挖銷量增長放緩，主要是受到了房地產投資和新開工增速高位回落的影響。而大挖的比例也有所提升，主要受益於煤炭礦山行業的回暖。

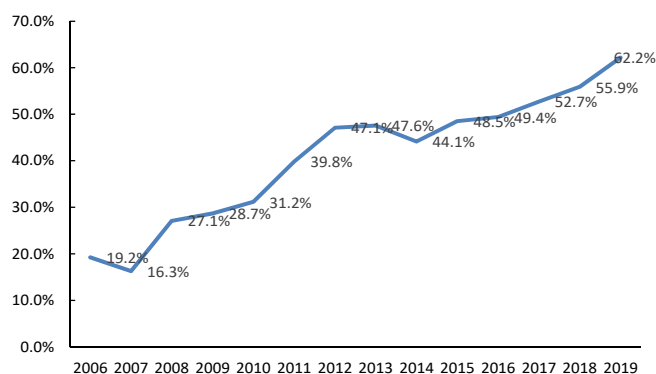
國產品牌實現巨大飛躍，國產化率不斷提升

最後是國產化率的提升，挖掘機在 2006 年國產化率僅有 19%，國內市場基本被外資品牌壟斷，隨著國產品牌產品品質和服務的提升，國產品牌競爭力不斷增強，國產化率逐年提升，由 06 年的 19% 提升到 19 年的 62%，實現了巨大的飛躍。日系、歐美和韓系品牌市場佔有率分別為 11%、16% 和 10%。國產化率實現快速提升，足以證明工程機械的國產品牌已具有很強的競爭力，外資產品在競爭中已處於下風，國產品牌已佔據主導地位，預計未來國產化率將進一步提升。

圖表 11: 挖掘機銷量型號分佈



圖表 12: 挖掘機國產化率



資料來源：中國工程機械工業協會，第一上海研究部整理

資料來源：中國工程機械工業協會，第一上海研究部整理

我們認為，工程機械景氣度依舊處於高點，未來高景氣度仍將持續，需求從過往的增量市場主導，到現在的存量和增量市場並存的時代。挖掘機開工小時數從 15 年之後觸底回升，根據小松官網的資料，19 年 11 月當月挖掘機開工小時數較同期又有 1.8% 的提升，需求進一步回暖。在銷量增長的前提下保持了開工率的提升，足以說明下游需求保持在高位，未來需求增長主要由以下幾個因素驅動。

**設備更新換代帶來存量市場需求，2017 年到 2021 年將是設備更新換代的高潮，環保升級將加速設備更新換代**

首先是更新換代帶來的存量市場需求。2007 年到 2011 年是設備銷售的高峰，每年銷量增長基本都在 30% 以上，工程機械設備的使用壽命一般不超過十年，因此理論上 2017 年到 2021 年將是設備更新換代的高潮。行業近幾年在保持高景氣度同時，需求結構也在發生變化，更新換代需求約占需求的 50%，而增量市場的需求大概占約 50%。與此同時，近年來環保排放標準升級對設備更新換代也起到了重要的催化作用，16 年後工程機械行業的復蘇，環保政策扮演了重要力量，16 年 4 月 1 日環保部規定國內停止製造、銷售和進口第二階段排放標準的設備（包括挖掘機），須符合國三標準。自此之後各省份也出臺政策限制高排放設備上牌和投入使用。而國四標準也將於 2020 年 12 月 1 日開始實施。不滿足國四標準的非道路移動機械將不得進行生產、進口和銷售。因此，國三國四標準和更加嚴格的排放要求將加速工程機械設備的更新換代。

**房地產和基建帶來增量市場的需求，基建將繼續發力，成為設備的需求主力**

其次是增量市場的需求，近兩年房地產和基建增速雖然放緩，但是表現相對平穩，從 19 年的資料來看，基礎設施投資（不含電力、熱力、燃氣及水生產和供應業）同比增長 3.8%，增速比 1—11 月份回落 0.2 個百分點。去年同期為增長 3.8%，和同期持平。可以看到，基建投資增速在 18 年年底跌至低點之後穩住頹勢，後呈現平穩上升的態勢，19 年以來保持在 4%-5% 的區間，表現相對穩定。19 年房地產總體呈現前後高中間低的趨勢，以和需求相關性較高的新開工面積為例，全年房屋新開工面積同比增長 8.5%，增速較 1—11 月下滑 0.1 個百分點，去年同期為增長 17.2%。1—6 月份增速均在 10% 以上，三季度增速有所回落，四季度進入趕工潮，增速再次回升到 10% 區間，總體情況明顯優於預期。

19 年 7 月 30 日中共中央政治局會議首次提出“不將房地產作為短期刺激經濟的手段”，9 月 4 日國務院常務會議提出加大力度做好“六穩”工作，明確加快地方專項債發行使用的措施，擴大並明確了專項債可用作項目資本金的重大基礎設施領域範圍。11 月 27 日，財政部發佈消息表示，為加快地方政府專項債券發行使用進



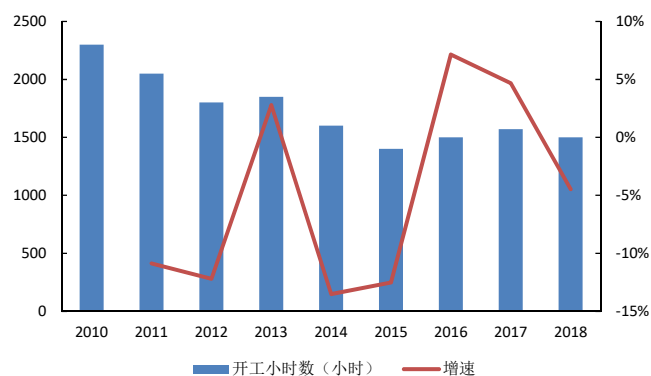
度，帶動有效投資支援補短板擴內需，提前下達了2020年部分新增專項債務限額1萬億元，較上年規模擴大1900億元。2020年2月，又提前下達2020年新增專項債務限額2900億元。兩次累計下達專項債限額達到12900億元。5月6日，國務院再提前下達1萬億元專項債新增限額。提前下達的三批次專項債規模總計2.29萬億元，超過去年全年的約2.15萬億元。其中，專項債投向重點側重交通基礎設施、能源專案、生態環保專案、民生服務、市政和基礎設施等領域。近期的政策都側面驗證了基建將成為需求的重要抓手。受疫情影響，國內經濟面臨一定挑戰，因此擴大內需是提振經濟的最有效手段，基建投資將繼續是今年的重點工作。展望全年，我們預計房地產投資增速將放緩，而在逆週期政策的加持下，基礎設施建設投資有望大幅超越去年，新開工面積增速將在10%以下，而基建投資增速則有望達到10%，托底工程機械設備需求。

一帶一路投資計畫帶來出口需求，一帶一路沿線國家基礎設施較為落後，我國2019年全年挖掘機累計出口同比增長39.4%

最後是一帶一路投資計畫帶來的出口需求，一帶一路沿線國家財政基礎較為薄弱，基建投資支出不足，基礎設施較為落後，我國一帶一路戰略為這些國家帶來大量的鐵路、公路和港口等基礎設施。16年之後我國不斷增加對一帶一路國家的出口。根據中國工程機械工業協會的最新資料，19年我國挖掘機出口銷量同比增長約40%，出口銷量占總銷量的11.5%，占比較18年有2%的提升。可以看到近年挖掘機的出口保持了快速的增長，17年挖掘機出口量增速為32%，18年挖掘機出口量增速為97.5%，出口的增速一直保持在高位，因此我們認為未來工程機械設備在海外市場仍有巨大的增量空間。

綜上所述，我們認為未來工程機械設備將是存量市場和增量市場並存的時代，需求將繼續保持旺盛，在更新換代、基建地產農村以及出口需求的帶動下，行業將繼續維持在高景氣度。

圖表 13: 小松挖掘機全年開工小時數 (小時)



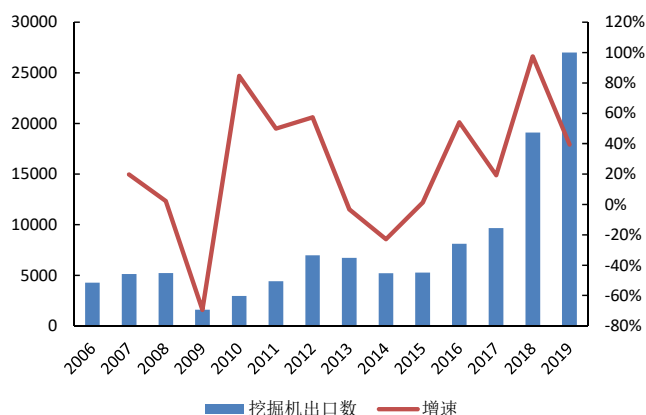
圖表 14: 近年工程機械設備排放政策

設備	政策	內容
挖掘機	國三標準	自2016年4月1日起，凡不滿足本標準第三階段要求的非道路移動機械不得生產、進口和銷售
挖掘機	國四標準	自2020年12月1日起，凡不滿足本標準第四階段要求的非道路移動機械不得生產、進口和銷售
混凝土機械	國六標準	自2021年7月1日起，所有生產、進口、銷售和注冊登記的重型柴油車應符合本標準要求。

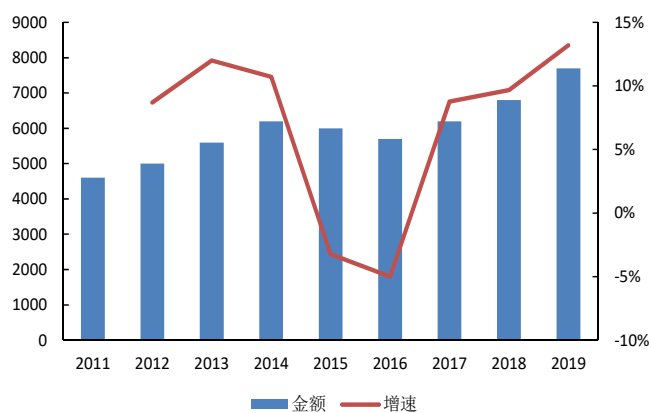
資料來源：小松官網，第一上海研究部整理

資料來源：生態環保部，第一上海研究部整理

圖表 15: 挖掘機出口 (台) 及增速 (%)



圖表 16: 對一帶一路國家出口金額及增速 (億美元)



資料來源：中國工程機械工業協會，第一上海研究部整理

資料來源：海關總署，第一上海研究部整理

## 混凝土機械全球第一，挖掘機械國內第一

### 挖掘機械

公司是全國最大的挖掘機製造商，目前市占率為 25.9%，國內市場連續九年蟬聯銷量冠軍。

挖掘機是用鏟鬥挖掘高於或低於承機面的物料，並裝入運輸車輛或卸至堆料場的土方機械。公司是全國最大的挖掘機製造商，目前市占率為 25.9%，國內市場連續九年蟬聯銷量冠軍。主要產品包括迷你挖、小挖、中挖、大挖、輪式挖掘機和裝載機。

挖掘機從 2017 年起成為公司最核心的收入來源。2019 年，挖掘機械銷售收入 276.24 億元，同比增長 43.5%，占總收入的 37.4%，行業領軍者地位無可撼動。

用不到十年的時間，公司在 2010 年成為國內第一家銷量過萬的國產品牌，2011 年市占率居國內第一，成為全國首家銷量超越外資品牌的國產企業。

公司于 2002 年成功下線了第一台挖掘機，全國挖掘機銷量為 19709 台，其中國產品牌 1577 台，當時挖掘機國產品牌競爭力較弱，市場佔有率僅為 8%，當時公司的挖掘機市場佔有率幾乎為零。不到十年的時間，2010 年，公司成為國內第一家銷量過萬的國產品牌，2011 年公司挖掘機市占率達到 12.3%，居國內第一，成為全國首家銷量超越外資品牌的國產企業，標誌著國產挖掘機的成熟。基於公司領先的研發創新能力，公司挖掘機已具備世界級品質與競爭力。

雖然 2012 年-2015 年行業低迷，但是公司挖掘機毛利率還是保持相對穩定，可見公司挖掘機產品的競爭力。

隨著 2011 年行業達到了頂峰，公司挖掘機收入同比大幅度提升 67.9%，銷量也達到了近年來的高點，然而，2012 年-2015 年受行業去產能以及基建和地產的低迷的影響，挖掘機收入開始倒退，同時毛利率也出現了下滑。但可以見到公司的毛利率還是保持了相對的穩定，在行業經歷大幅度衰退的情況下，可見公司挖掘機產品的競爭力。

公司 19 年全年實現挖掘機銷量為 6.1 萬台，同比增長 29%，市場份額進一步提升至 25.8%，繼續領跑市場。

根據中國工程機械工業協會資料，2018 年公司挖掘機銷量約為 4.7 萬台，較同期提升 57%，刷新了單年度挖掘機銷量紀錄，公司的國內市場份額由 17 年的 20.9% 繼續上升至 18 年的 23.1%，超市場二、三名之和，銷量連續第 8 年穩坐行業“頭把交椅”。僅 1-8 月國內銷量便超過 2017 年銷售總量，行業龍頭地位彰顯無遺。根據行

業最新的資料，三一重工 19 年全年實現挖掘機銷量為 6.1 萬台，同比增長 29%，市場份額進一步提升至 25.9%，繼續领跑市場，國內市場連續九年蟬聯銷量冠軍。同時，近年國家“一帶一路”深入推進，海外基建投資迎來高峰，國產挖機出口資料亮眼。2018 年三一重工挖掘機出口超 6000 台，較 17 年翻番，約占總出口量的三成以上，19 年公司出口再創新高，挖掘機出口 8118 台，同比增長 27%，占總出口量的 30.5%。蟬聯全行業的“出口冠軍”。

19 年挖掘機國產品牌繼續擴大領先優勢，截止 2019 年，國產挖掘機品牌市場佔有率提升至 62.2%

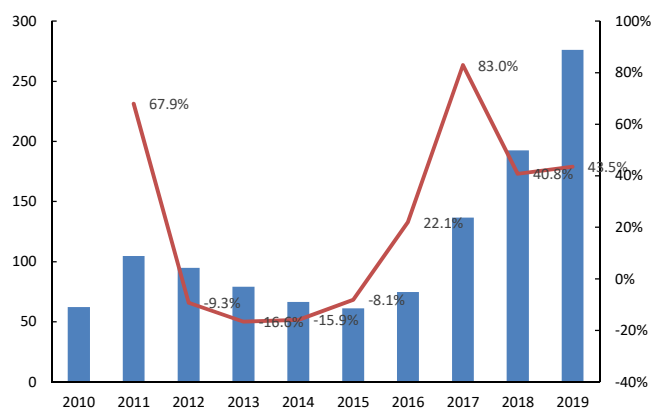
從品牌份額來看，2018 年國產企業的份額由 17 年的 53% 提升至 55.3%，挖掘機國產品牌繼續擴大領先優勢。19 年以來，國產挖掘機延續了去年強勢的增長勢頭，國產品牌市場份額穩步提升，截止 2019 年，國產挖掘機品牌市場佔有率，已提升至 62.2%，而歐美品牌市場份額為 16%，日系和韓系市場份額進一步萎縮至 11% 和 10%，環比 2018 全年分別下降 1.5%、3.7% 和 1.5%。同時市場份額繼續向龍頭靠攏，行業 CR4 占比 59.56%，CR8 占比 80.31%，較 2018 年分別提升 4% 和 2%，行業集中度提升趨勢日益明顯。

今年受疫情影響，行業面臨一定挑戰，下游開工受阻，短期需求受到較大抑制，1-3 月全國挖掘機銷量 68630 台，同比下滑 8.2%。進入 4 月份以來，隨著疫情的緩和，下游需求出現報復性反彈，根據協會最新的資料，4 月份全國挖掘機銷量 45426 台，同比大幅增長 59.9%，其中內銷銷量同比增長 64.5%，增速較 3 月單月的 11.24% 大幅上升。1-4 月全國挖掘機合計銷量 114056 台，同比增長 10.5%，已抹平 1-3 月的跌幅，側面印證下游需求的旺盛。展望全年，鑒於海外疫情還沒有完全受控的情況，我國全年的經濟增長將更加依賴內需，因此挖掘機行業將會是最大的受益方。同時，進口零部件將繼續面臨供貨緊張的局面，小企業的生產製造將更為困難，而對於國內龍頭企業來講則是絕佳的擴大市場份額的契機，龍頭優勢有望進一步凸顯，行業集中度有望進一步提升。

圖表 17: 挖掘機產品



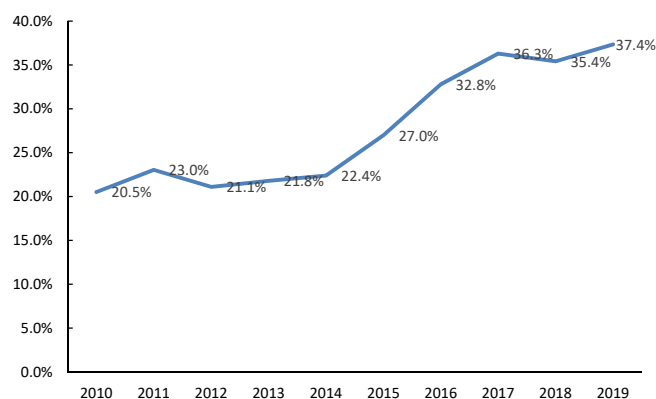
圖表 18: 公司挖掘機收入及同比增速（億元）



資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

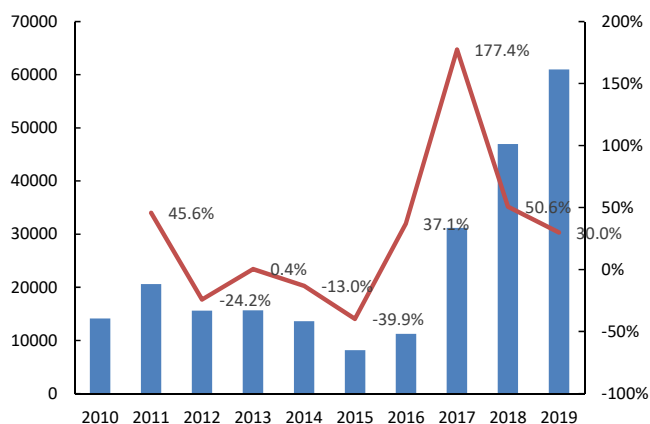
資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

圖表 19: 公司挖掘機收入占比



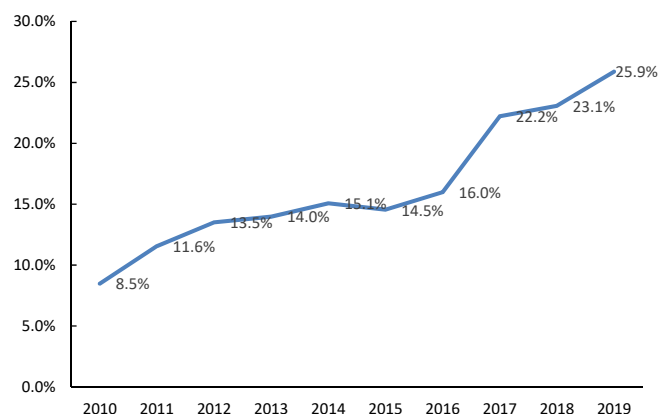
資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

圖表 20: 公司挖掘機銷量（台）



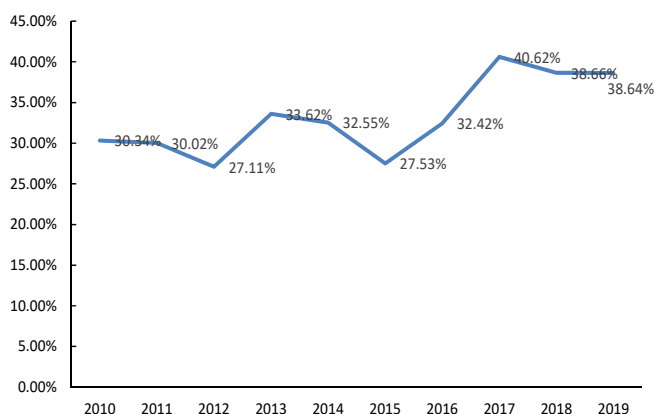
資料來源：中國工程機械工業協會，第一上海研究部整理

圖表 21: 公司挖掘機市占率



資料來源：中國工程機械工業協會，第一上海研究部整理

圖表 22: 公司挖掘機毛利率



資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

## 混凝土机械

混凝土機械是利用機器取代人工把水泥、河沙、碎石、水按照一定的配合比進行攪拌，生產出建築工程等生產作業活動所需的混凝土的機械設備，混凝土泵車為最主要的混凝土機械產品。公司產品包括泵車、拖泵、車載泵、布料杆、攪拌站、砂漿泵、泵車、篩沙機和攪拌車。

公司是全球最大的混凝土機械製造商，連續多年位列全球工程機械製造商 20 強，為行業內最強的混凝土成套設備供應商，是全球最大的長臂架、大排量泵車製造企業，目前在中國混凝土機械製造領域已處於絕對優勢地位，產品種類包括 22 個系列、110 多個品種，並在混凝土泵送領域享有“中國泵王”美譽；4 種型號的拖泵和 5 種型號的泵車獲 CE 認證，代表中國業內最高水準的混凝土泵送產品全面叩開了歐洲市場大門；

在2017年之前，混凝土機械為公司收入最高的分部，未來依舊是公司重點業務。截止2019年上半年，公司混凝土機械收入同比增長51.17%，占總收入29.8%。

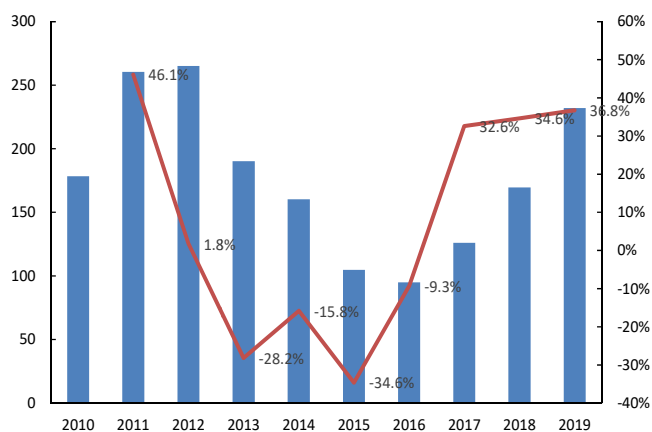
公司混凝土機械在上一輪週期高點的時候毛利率曾高達42%，但隨著需求的滑落，行業在2011-2013年處於回檔期，隨後進入平穩期，2016年工程機械行業再次進入景氣週期，混凝土機械毛利率開始反彈並一路上行。近兩年混凝土機械業績依舊亮眼，公司混凝土機械19年實現銷售收入232億元，同比增長36.8%，收入占比51.17%，為公司收入第二高的分部。在2017年之前，混凝土機械為公司收入最高的分部，因此對公司的重要性不言而喻，未來依舊是公司重點業務。

2012年收購了昔日最大的競爭對手普斯邁斯特，成功坐上了全球混凝土機械行業老大的位置。

公司的泵車在全球領先，公司泵車全球市場佔有率為41%，第二名僅占17%。2009年，公司的營收擊敗了德國起家、全球銷售的混凝土機械重工公司普茨邁斯特，成為全球銷量第一。2012年收購了昔日最大的競爭對手普斯邁斯特，成為中國工程機械企業最大的海外並購，三一成功坐上了全球混凝土機械行業老大的位置。公司的混凝土機械產品售價比海外品牌便宜了7%，因此近年來市占率的提升非常明顯。

圖表 23：混凝土機械產品

圖表 24：混凝土機械收入及同比增速（億元）

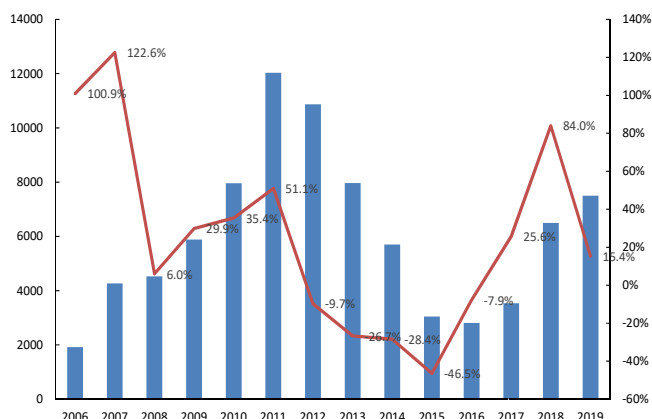
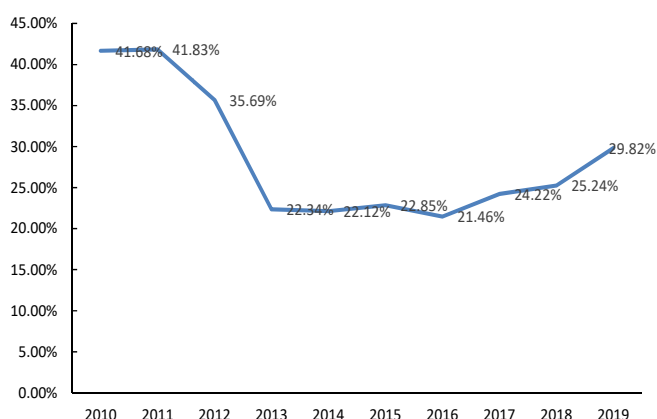


資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

圖表 25：公司混凝土機械毛利率

圖表 26：行業混凝土泵車銷量（台）及增速



資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

資料來源：中國工程機械工業協會，第一上海研究部整理

## 起重機械

起重機是在一定範圍內垂直提升和水準搬運重物的多動作起重機械。公司起重機械產品包括汽車起重機、全地面起重機、履帶起重機、越野起重機、特種起重機、塔式起重機、隨車起重機和剪叉式高空作業車。

公司超大噸位起重機處於行業前列，為中國第一品牌。履帶起重機國內市場佔有率超過 50%，汽車起重機佔有率達到 30%。

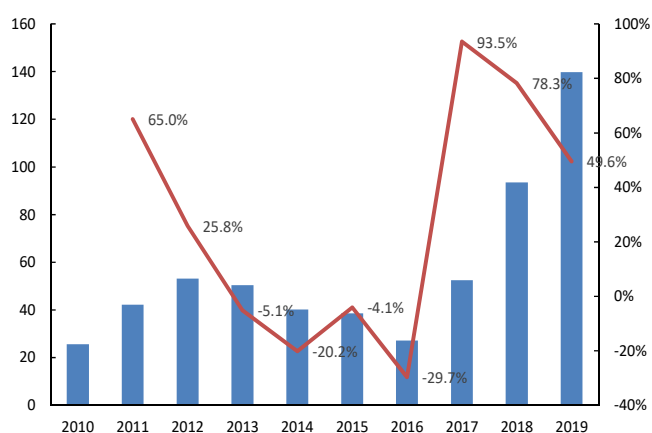
超大噸位起重機處於行業前列，並在 QY、STC、QAY、SAC、SRC、SSC 多個車型形成了較為完整的型譜，為中國第一品牌。履帶起重機國內市場佔有率超過 50%，汽車起重機佔有率達到 30%，海外出口市場佔有率在國內也是持續領跑，在泰國三一起重機市場佔有率更是高達 70%。

公司起重機械 19 年實現銷售收入達 139.79 億元，同比增長 49.6%，市場地位顯著提升，收入占比 18.9%，為公司收入第三高的分部。

圖表 27：起重機械產品



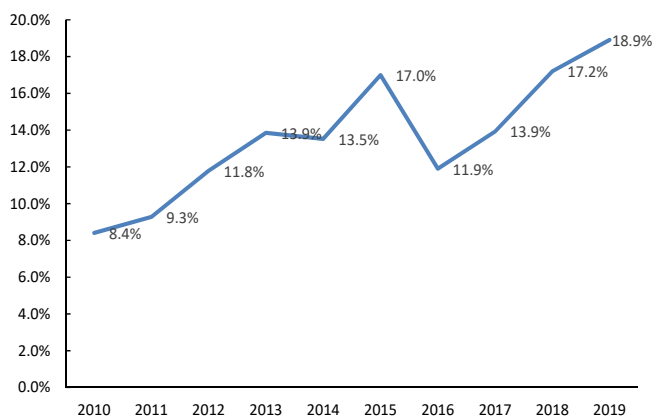
圖表 28：起重機械收入及同比增速（億元）



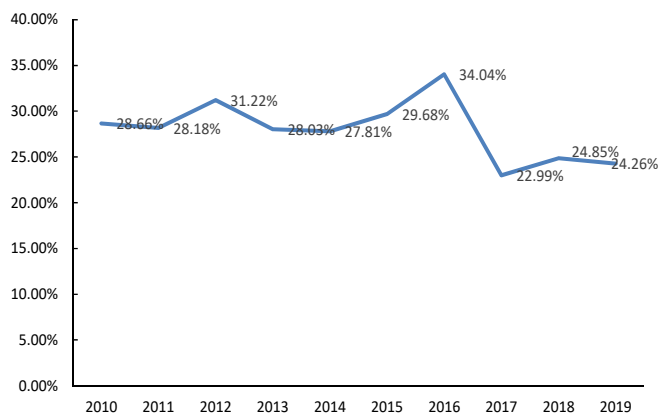
資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

圖表 29：起重機械收入占比



圖表 30：起重機械產品毛利率



資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

### 桩工机械

公司旋挖鑽機為國內第一品牌，截止 2019 年上半年，

公司樁工機械產品主要包括旋挖鑽機、電液壓樁機和連續牆抓鬥。其中，旋挖鑽機為國內第一品牌。

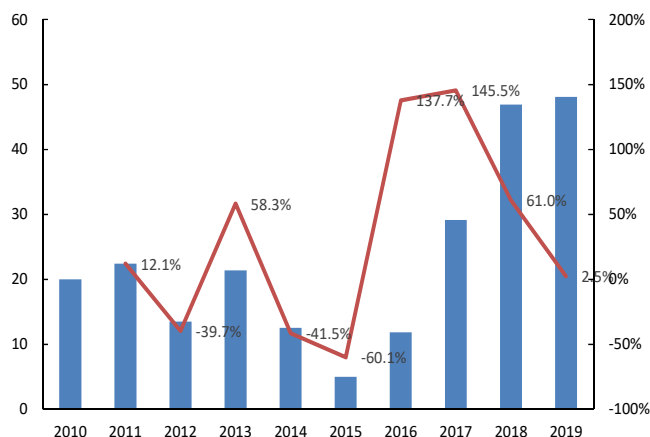
收入同比增長 36.87%

公司 19 年樁工機械銷售收入 48.10 億元，同比增長 2.5%，收入占比為 6.5%。

圖表 31：樁工機械產品



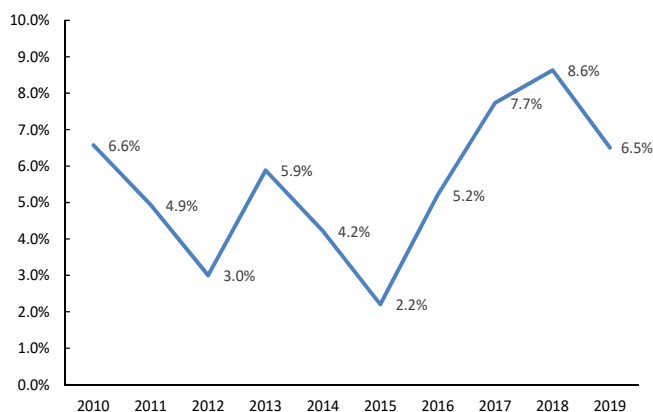
圖表 32：樁工機械收入及同比增速（億元）



資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

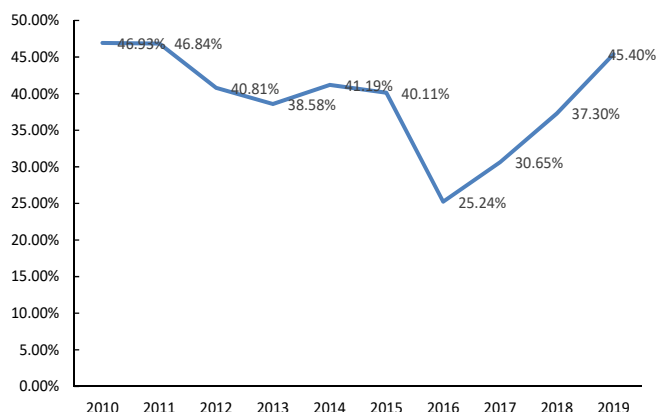
資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

圖表 33：樁工機械收入占比



資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

圖表 34：樁工機械毛利率



資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

## 收入增长空间巨大，盈利能力遥遥领先

在工程機械領域，三一重工的海外的主要競爭對手有美國的卡特彼勒、日本的小松和韓國的鬥山，國內競爭對手主要是徐工機械、柳工和中聯重科。

卡特彼勒是世界工程機械行業的絕對龍頭，是世界上最大的工程機械和礦山設備生產廠家、燃氣發動機和工業用燃氣輪機生產廠家之一，也是世界上最大的柴油機廠家之一，2019 年銷售額約為 3717 億人民幣，2019 年 1-11 月挖掘機在國內市占率為 12.3%，佔有率位居全國第三。卡特彼勒在中國的業務歷史悠久。1975 年，卡特彼勒在中國售出第一批產品，並於 1978 年在北京開設了辦事處。1994 年，卡特彼勒首家在華工廠落戶徐州。目前，9 卡特彼勒在中國有 20 家分支機構，包括製造工廠、研發中心和零部件分銷中心，以及 4 個代理商和 400 家本地供應商，在華銷售的產品包括挖掘機、裝載機、推土機、卡車等工程機械設備。

小松集團是全球最大的工程機械及礦山機械製造企業之一，成立於1921年，迄今已有90年歷史，2018年銷售額約為1651億人民幣。小松挖掘機在國內市占率從十年前行業第一的16%萎縮至2019年1-11月3.7%，市場份額處於下滑趨勢。小松主要產品有挖掘機、推土機、裝載機、自卸卡車等工程機械，各種大型壓力機、切割機等產業機械，叉車等物流機械，TBM、盾構機等地下工程機械，以及發電設備等。

韓國鬥山集團(DOOSAN)是韓國的挖掘機品牌，成立於1896年，至今已有109年的發展歷史，鬥山工程機械從1994年進軍中國以來，至2019年在中國市場銷量約18萬台挖掘機。2019年銷售額約為1099億人民幣，曾在2000年連續8年在中國挖掘機市場佔有率名列第一，2019年1-11月國內市占率約為7%，位居全國第四。

國內另一家工程機械龍頭公司為徐工機械是全國工程機械製造商中產品品種與系列最多元化、最齊全的公司之一，2019年銷售額約為592億人民幣，產品包括工程起重機械、鏟土運輸機械、壓實機械、路面機械、混凝土機械、消防機械以及其它工程機械，其中汽車起重機、隨車起重機、壓路機、瀝青混凝土攤鋪機、平地機、冷銑刨機、舉高噴射消防車等多項核心產品以及工程機械液壓件等多項零部件產品國內市場佔有率第一。同時，公司擁有佈局全球的行銷網路，是國內最大的工程機械出口商之一，汽車起重機、壓路機、平地機等多項產品出口市場份額第一。19年1-11月挖掘機市占率為14%，位居全國第二，較同期有2.7%的提升。

廣西柳工集團有限公司是國有資產授權經營方式組建的國有獨資企業，創建於1958年，核心企業廣西柳工機械股份有限公司是於1993年改制上市，是廣西首家上市公司。公司現有全資及合資子企業13家，總資產近300億元，集團總部及下屬控股子公司現有員工1.3萬人。外籍員工近1500人。2019年銷售額約為192億人民幣。主要產品有挖掘機械、鏟土運輸機械、起重機械、工業車輛、壓實機械、路面施工與養護機械、混凝土機械、樁工機械、鋼筋和預應力機械、壓縮機、經濟作物機械化設備、氣動工具、工程機械配套件等13大類產品品種。公司19年1-11月份的市占率為7.4%，位居全國第四。

中聯重科創立於1992年，總部位於湖南省長沙市，主要從事工程機械、農業機械等高新技術裝備的研發製造，具有完全自主智慧財產權的10大類別、55個產品系列，460多個品種的主導產品，2019年銷售額約為433億人民幣，是三一重工混凝土機械的主要競爭對手。

作為國內的絕對龍頭，公司在國內處於絕對領先的地位，但是較海外龍頭相比，收入規模仍有較大差距，未來收入規模增長空間巨大

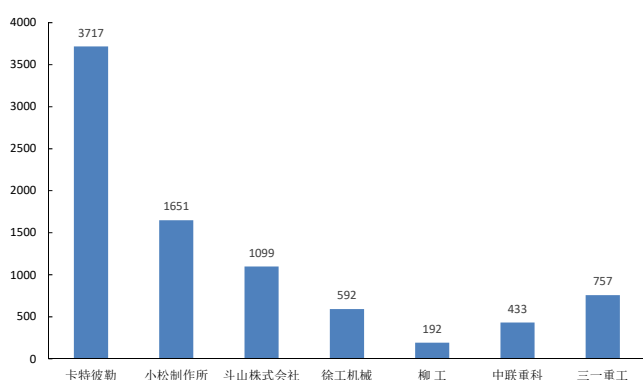
其中，美國卡特彼勒為這七家企業中收入規模最大的，19年收入達到3717億，體量巨大，日本小松集團收入為1651億，而三一重工作為國內的絕對龍頭，收入為757億，在國內處於絕對領先的地位，但是較海外龍頭相比，收入規模仍有較大差距，隨著公司不斷推進國際化戰略，未來收入規模增長空間巨大。

公司毛利率和淨利潤率均領先於其他國內競爭對手，和海外龍頭也基本持平

從毛利率水準來看，七家公司的均值為26%，三一重工毛利率為32.7%，領先於其他國內競爭對手，和海外龍頭也基本持平。而從淨利潤率水準來看，行業均值為8.5%，三一國際淨利潤率高達14.8%，遠超其他國內同行，遙遙領先，也遠高於卡特彼勒，側面反映了公司成本端和費用端的把控能力。

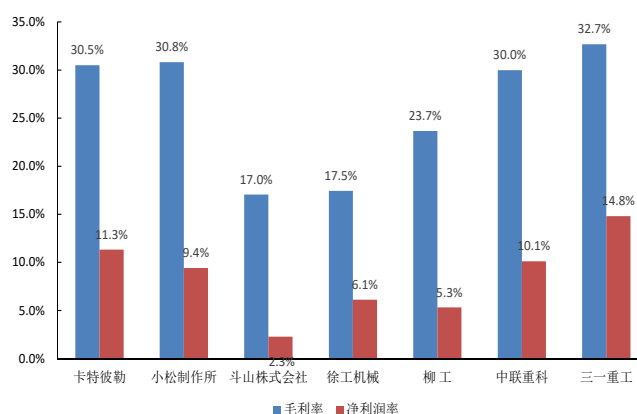


圖表 35：對標公司收入情況（億元）



資料來源：Bloomberg，第一上海研究部整理

圖表 36：對標公司毛利率和淨利潤率情況



資料來源：Bloomberg，第一上海研究部整理

## 数字化转型降费，售后服务无与伦比

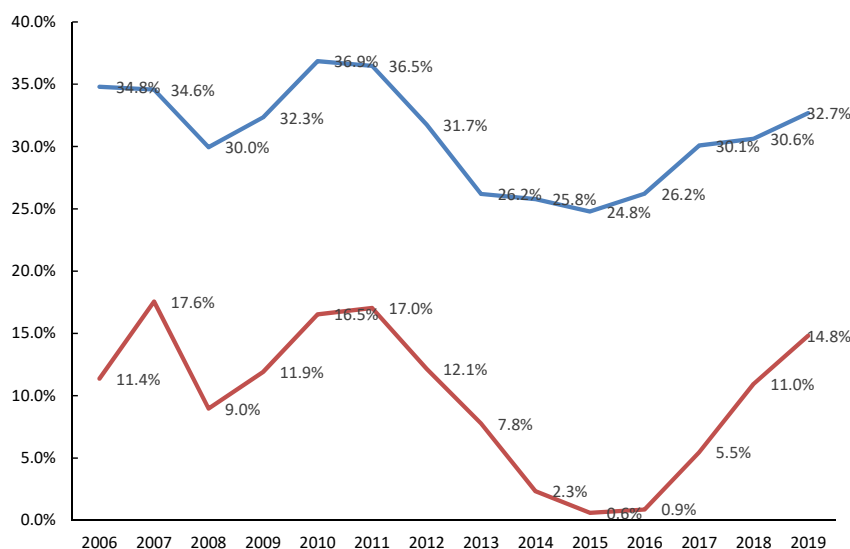
鋼材和發動機為主要的原材料成本，產品銷售模式主要有直銷模式和經銷商銷售模式兩種

公司的毛利率和淨利潤自15年之後觸底回升，並一直保持提升，目前毛利率和淨利潤率離歷史高位還有一定空間，因此未來盈利能力有待進一步增強

公司生產所需的主要原材料及零部件為汽車底盤、發動機、鋼材、液壓泵、主油泵、分動箱、各種液壓閥、回轉軸承等，鋼材為占比最高的原材料，約為11%，其次為發動機，約為9%。公司零部件的供應商相對比較集中，並且與供應商建立了長期合作關係，採購價格在簽訂採購合同時一次性確定，在零部件採購上具有一定的價格優勢。

工程機械產品具有生產週期較長的特點，公司部分進口部件的採購週期也較長，同時工程機械行業銷售具有較明顯的季節性波動，因此公司並不完全採用訂單式的生產模式。產品銷售模式主要有直銷模式和經銷商銷售模式兩種，直銷模式是指直接銷售給終端客戶；經銷商銷售模式是指公司將產品銷售給經銷商，由經銷商再銷售給終端客戶。可以看到隨著工程機械行業景氣度的回升，公司的毛利率和淨利潤自15年之後觸底回升，並一直保持提升，歷史最高毛利率和淨利率為36.9%和17.6%，因此未來盈利能力還有進一步提升的空間。

圖表 37: 綜合毛利率和淨利潤率趨勢



資料來源：公司資料，第一上海整理

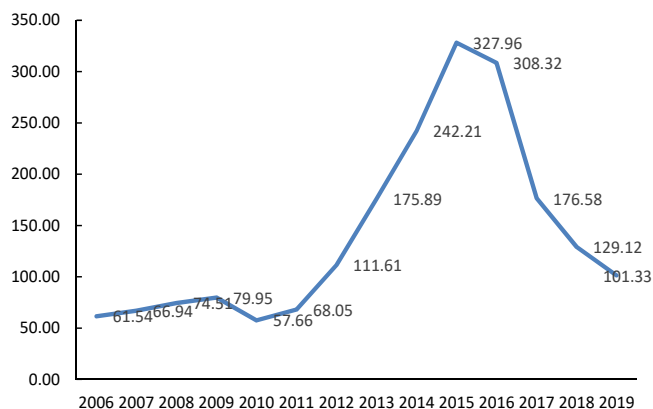
## 积极进行数字化转型，资产质量显著提升

近年公司在數位化、智慧化轉型取得積極進展。公司全面推進包括行銷服務、研發、供應鏈、財務等各方面的數位化與智慧化升級，推動 PLM（研發資訊化）、CRM（行銷資訊化）、SCM（產銷存一體化）、GSP（供應商管理資訊化）、製造設備數位化等專案，公司生產運營設備、銷售設備實現互聯。

通過數位化轉型，公司應收賬款周轉天數和存貨周轉天數大幅度改善，經營現金流充裕

近年的應收賬款周轉天數和存貨周轉天數實現了大幅度的改善。應收賬款周轉天數從 17 年的 176 天下降至 19 年的 101 天，存貨周轉天數也從 17 年的 93 天下降至 19 年的 91 天。公司經營現金流回籠加快，截止 2019 年，公司的經營現金流為 132 億，17 年為 86 億。

圖表 38: 應收賬款周轉天數



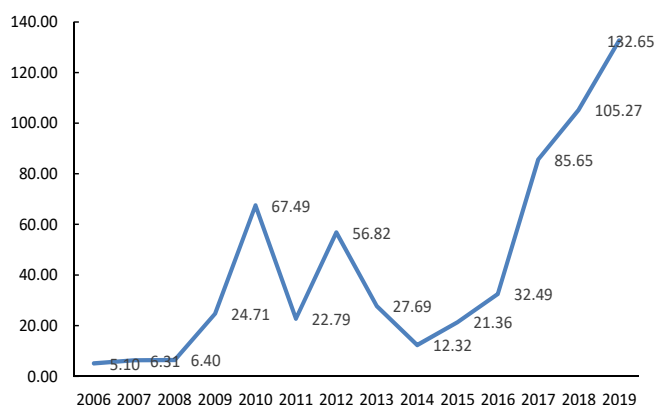
資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

圖表 39: 存貨周轉天數



資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

圖表 40: 經營活動產生的現金流(億元)



資料來源: 公司資料, 第一上海研究部整理

圖表 41: 在手現金(億元)

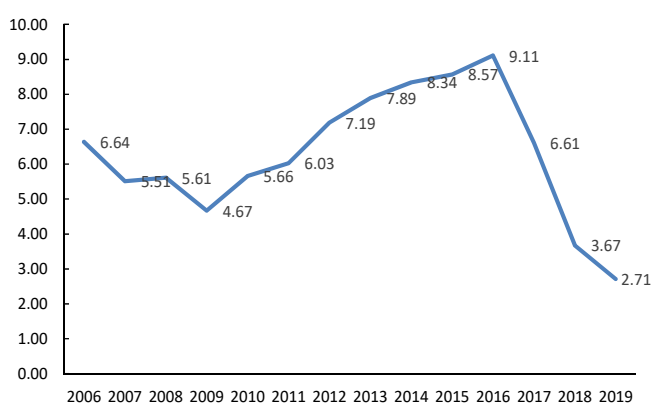


資料來源: 公司資料, 第一上海研究部整理

管理費用率和銷售費用率持續改善, 在同行處於較低水準, 未來還有提升空間。同時公司的逾期貸款和成本費用得到有效管控, 資產品質顯著提升。銷售費用率和管理費用率持續優化, 管理費用率較 18 年下降 1 個百分點, 銷售費用率也較 18 年下降了 0.7 個百分點, 且費用率還有不斷優化的空間。

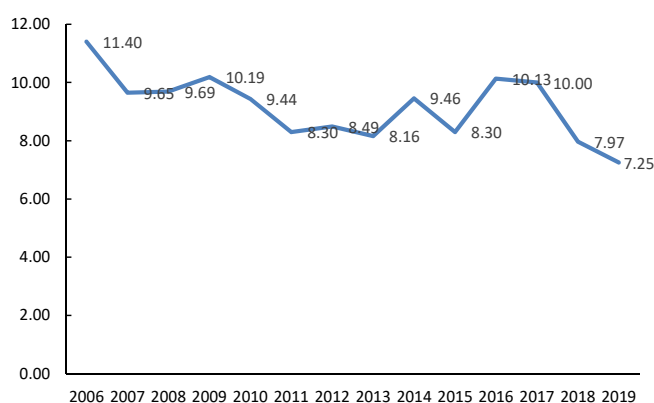
根據 19 年年報的資料, 三一重工的銷售費用率低於柳工和中聯重科, 高於徐工機械的 4.8%, 高於小松和鬥山, 管理費用率方面, 幾家國內龍頭公司均低於海外龍頭, 其中徐工機械管理費用率僅有 1.3%, 領先于全行業, 三一重工為 2.7%, 已逐步縮小和對方差距。結合以上分析, 國內徐工機械在費用管控方面處於領先水準, 三一重工的費用管控能力未來還有很大提升空間。

圖表 42: 公司管理費用率(%)



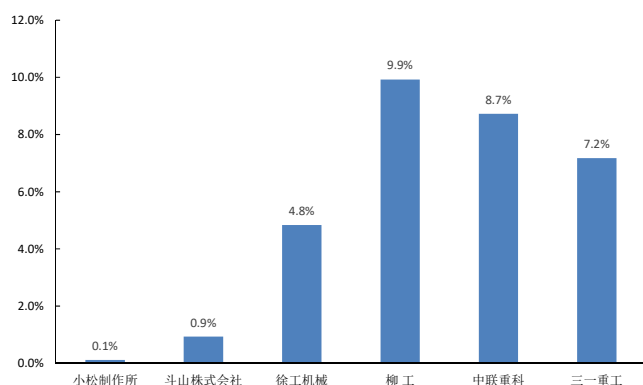
資料來源: 公司資料, 第一上海研究部整理

圖表 43: 公司銷售費用率(%)



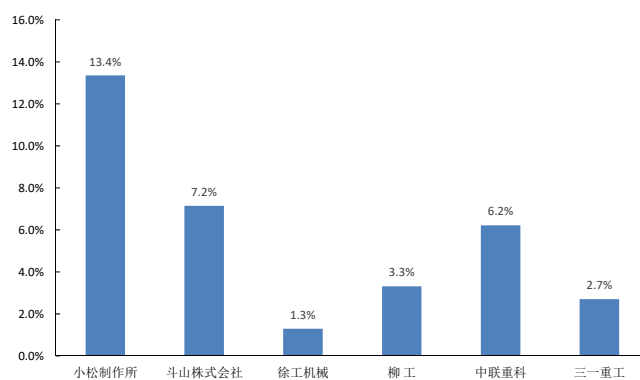
資料來源: 公司資料, 第一上海研究部整理

圖表 44：對標公司銷售費用率（19 年年報）



資料來源：Bloomberg，第一上海研究部整理

圖表 45：對標公司管理費用率（19 年年報）



資料來源：Bloomberg，第一上海研究部整理

## 一切源于创新，研发创新成果显著

公司秉承“一切源于创新”的理念，致力於研發世界工程機械最前沿技術與最先進產品。截止 2019 年公司累計申請專利 9151 項，授權專利 7298 項，申請及授權數居國內行業第一。

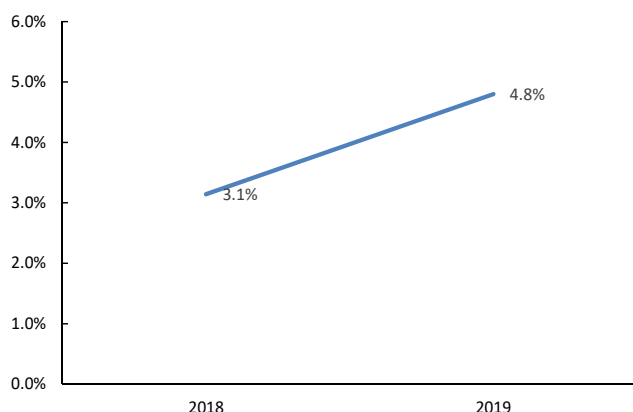
公司自主研製的 86 米長臂架泵車、世界第一台全液壓平地機、世界第一台三級配混凝土輸送泵、世界第一台無泡瀝青砂漿車、亞洲首台 1000 噸級全路面起重機、3600 噸級履帶起重機、中國首台混合動力挖掘機、全球首款移動成套設備 A8 砂漿大師、全球首款全路面專用風電汽車起重機、消防車全新品種 48 米大跨度舉高噴射消防車等一系列標誌性產品引領中國高端製造。于 19 年，公司繼續大力創新，推出 375H、305H 等 H 系列挖掘機，具有高效、可靠、智慧、節能等諸多性能優勢。SY375H 是專為礦山重載工況設計的升級版 36T 級礦山機，憑藉其挖掘力大、效率高、油耗低、高可靠性、優異的操控性能，已獲得礦山客戶的高度認可。

公司智慧挖掘機實現突破，根據行業發展趨勢和客戶需求，開發挖掘機六大 AI 核心技術，應用到 SY950、SY365 智慧挖機，其中多模式預設技術及雲台隨動、遠端遙控技術達到國際先進水準，先導級電控化、全電控集成匹配等 4 項技術達到國內先進水準。自主研發無人駕駛壓路機，實現高精度位置檢測、自動碾壓作業、智慧調度，實現網路、作業、安全等全面診斷，並具備自動避障、智慧停車等自動巡航功能。

公司研發費用率處於行業領先水準，19 年研發費用率進一步提升至 4.8%

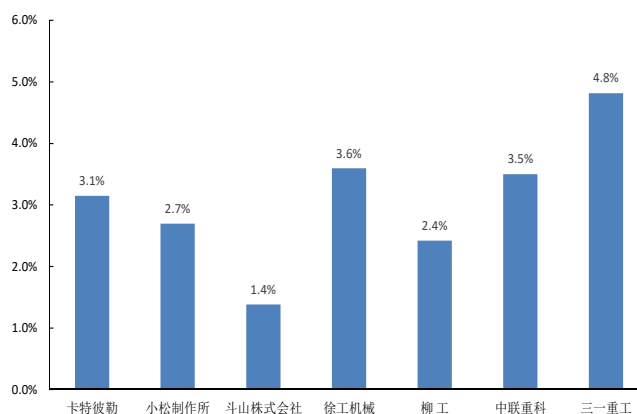
較同行相比，我們可以看到公司的 19 年的研發費用率為 4.8%，遠高於所有同行，進一步驗證了公司產品研發的力度。未來智慧化、無人化、節能環保是工程機械行業的發展趨勢，公司將加大智慧化、無人化、節能環保產品研發力度，相關技術處於行業領先水準。每年將銷售收入的 5% 以上投入研發，形成集群化的研發創新平臺體系。

圖表 46：公司研發費用率



資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

圖表 47：對標公司研發費用率（19 年年報）



資料來源：Bloomberg，第一上海研究部整理

## 产品性价比出众，售后服务无与伦比

公司在《2019年中國工程機械使用者品牌關注度排行榜》中，多個領域均排在前三，秉承“一切為了客戶、創造客戶價值”，2小時到現場，24小時完工的服務承諾

業內普遍認為三一重工是國內工程機械最優秀的品牌，產品在性能上和海外龍頭差距不大，性價比更高。在《2019年中國工程機械使用者品牌關注度排行榜》中，公司在路面機械（攪拌設備）、壓實機械（壓路機）、樁工機械（鑽機）和起重機械（起重機）領域的排名均在前三，其中，公司在挖掘機和混凝土機械常年位居第一，側面印證了三一公司產品良好的口碑。

公司以客戶需求為中心，“一切為了客戶、創造客戶價值”，建立了一流的服務網路和管理體系。公司率先在行業內推出“6S”中心服務模式和“一鍵式”服務，提供24小時7天全年全球客戶門戶系統訂購零部件及要求售後服務，通過公司遍佈全國/世界各倉庫，快速有效地將備用零部件運至客戶。

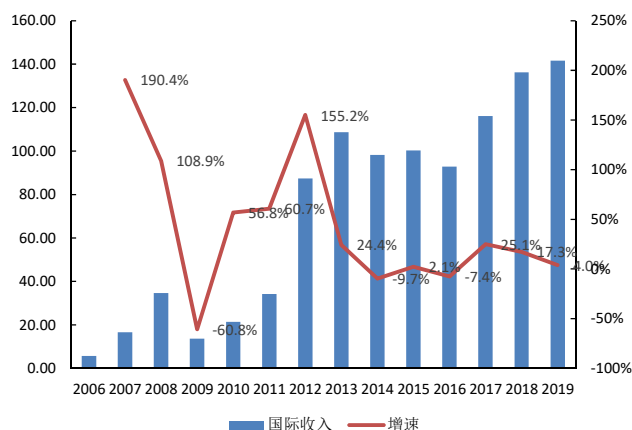
同時率先在行業內建立企業控制中心 ECC，依託物聯網平臺“雲端+終端”建立了智慧服務體系，實現了全球範圍內工程設備 2 小時到現場，24 小時完工的服務承諾；三一重工的產品在實現高性價比的同時提供無與倫比的高品質服務，增加了使用者粘性，產品市占率不斷提升。

## 推进国际化战略，积极拓宽海外市场

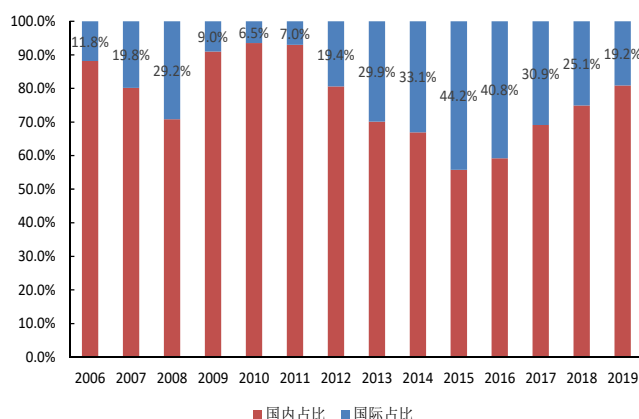
2019年，公司實現國際銷售收入 141.67 億元，同比增長 3.96%，儘管主要市場行業出口增速下滑，但公司海外銷售依然保持了穩定增長，出口市場地位有明顯提升；公司各主要海外銷售區域均實現銷售增長，其中，印尼區域、三一美國、三一歐洲、俄羅斯區域、拉美區域銷售額均實現快速增長。

公司堅定推進國際化戰略，利用海外產業佈局優勢、深耕“一帶一路”市場，同時大力拓展發達國家市場。2019年，公司在海外市場的反應能力與服務能力進一步提升；代理商體系、大客戶體系、服務配件體系等建設進一步健全，市場管道能力增強，海外市場地位明顯提升。公司利用海外業務佈局優勢、抓住“一帶一路”機遇，堅定的推進國際化戰略。2019年，公司在海外市場的反應能力與服務能力、代理商體系、服務配件體系、融資風控體系建設均取得積極進展，市場管道能力增強，銷售區域、產品結構更為均衡。

圖表 48: 國際收入及同比增速 (億元)



圖表 49: 國際收入占比



資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

資料來源：公司資料，第一上海研究部整理

## 龍頭地位將愈發穩固，目標價 23.10 元，買入評級

公司淨利潤連續四年實現高速增長，19 年全年利潤同比增長 83.2%，印證工程機械行業處於高景氣度。工程機械產品平均使用壽命在 8-12 年之間，因此 2017 年-2021 年將是主要產品如挖掘機械、混凝土機械和起重機械需求增長的高峰期，疊加逆週期擴大內需政策的調節下，未來幾年需求保持高速增長無憂。

在工程機械國產品牌強勢崛起的大背景下，國產品牌將繼續蠶食外資品牌的市場份額，作為國產品牌的絕對龍頭，公司通過深度的產品研發和無與倫比的售後服務，產品相較同行口碑更好，易用性耐用性更強，有望繼續穩步提高市占率，保證了收入增速遠高於行業，龍頭地位將愈發穩固。

公司近年積極進行數位化轉型，從近幾年的費用率我們可以看到，公司的費用率呈現一個明顯下滑的趨勢，而且還有進一步下降的空間，這也保證了公司在盈利能力方面能夠勝過同行且保持平穩，進而保持每年利潤端的高增速。

結合公司 2020 年一季度的業績，我們預計公司 20, 21 和 22 年的收入分別為 895 億，989 億和 105 億，利潤分別為 139 億，159 億和 178 億。預計未來三年公司將維持 30% 以上的派息比率，有著穩定的派息回報。

我們對公司採取同類可比的估值方法，考慮公司國內絕對龍頭的地位以及未來的高成長性和高確定性，我們給予公司 14 倍 PE 估值，目標價為 23.10 元

我們對公司採取同類可比的估值方法，A 股工程機械公司普遍的估值在 10-13 倍 PE，其他國內龍頭企業估值在 12 倍左右，而挖掘機行業領頭羊美國卡特彼勒的估值約在 13-14 倍 PE 之間。考慮公司國內絕對龍頭的地位以及未來的高成長性和高確定性，市占率將穩步提升，龍頭地位會愈發穩固，根據同業估值的方式，我們給予公司 14 倍 PE 估值，目標價為 23.10 元，對應 2020 年 3.5 倍 PB，相對於現價有 20.7% 的上升空間，首次覆蓋給予買入評級。

圖表 50: 可比公司相關情況

A Share	公司簡稱	代碼	貨幣	股價		EPS				PE				PB			
				20200525	市價(億)	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
1	三一重工	600031 CH Equity	CNY	19.14	1615	1.36	1.61	1.80	1.97	12.54	11.90	10.65	9.74	3.24	2.94	2.42	2.04
2	徐工機械	000425 CH Equity	CNY	6.15	482	0.46	0.59	0.70	0.76	11.84	10.41	8.75	8.10	1.36	1.37	1.21	1.08
3	中联重科	000157 CH Equity	CNY	6.49	500	0.58	0.68	0.77	0.87	10.01	9.52	8.42	7.50	1.22	1.15	1.06	0.98
4	柳工	000528 CH Equity	CNY	6.49	96	0.69	0.85	1.01	1.02	10.06	7.65	6.44	6.34	0.84	0.84	0.76	0.70
Average						0.77	0.93	1.07	1.15	11.11	9.87	8.56	7.92	1.67	1.57	1.36	1.20
Non-A Share				20200522		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
1	卡特彼勒	CAT US Equity	USD	112.47	609	10.85	4.88	6.94	8.95	12.99	23.03	16.20	12.57	4.44	4.37	4.69	5.04
2	小松製作所	6301 JP Equity	JPY	2076.50	20196	271.81	140.99	174.11	190.46	9.46	14.97	12.12	11.08	N/A	1.05	1.01	0.97
3	斗山株式會社	000150 KS Equity	KRW	36500.00	6031	21900.00	-4374.37	3920.49	7907.04	N/A	N/A	9.42	4.67	0.46	0.46	0.46	0.46
Average						7394.22	-1409.50	1367.18	2702.15	11.22	19.00	12.58	9.44	2.45	1.96	2.05	2.16

資料來源: Bloomberg, 第一上海研究部整理

## 主要财务报表

### 损益表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	55,822	75,666	89,504	98,867	105,481
毛利	17,094	24,733	29,687	33,804	37,124
销售费用	(4,447)	(5,488)	(6,086)	(6,426)	(6,329)
管理费用	(2,046)	(2,052)	(2,427)	(2,681)	(2,860)
其他收入/开支	(2,723)	(3,419)	(4,145)	(5,312)	(6,231)
营业收入	7,878	13,775	17,029	19,385	21,704
财务开支	(136)	46	55	61	65
联营公司	128	140	140	140	140
税前盈利	7,550	13,454	16,708	19,064	21,383
所得税	(1,247)	(1,960)	(2,434)	(2,777)	(3,115)
少数股东应占利润	187	288	357	407	457
净利润	6,116	11,207	13,918	15,880	17,811
折旧及摊销	1,932	2,020	2,040	2,061	2,082
EBITDA	9,810.6	15,795.7	19,069.9	21,446.3	23,785.1
EPS (基本)	0.78	1.33	1.65	1.88	2.11
增长					
总收入 (%)	45.6%	35.5%	18.3%	10.5%	6.7%
EBITDA (%)	241.1%	61.0%	20.7%	12.5%	10.9%
每股收益 (%)	187.4%	69.6%	24.2%	14.1%	12.2%

### 资产负债表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	11,985	13,527	17,145	25,404	35,695
应收账款	2,626	3,059	4,115	5,163	6,740
存货	11,595	14,252	19,016	20,684	21,731
其他流动资产	25,690	37,663	44,483	46,538	47,154
总流动资产	51,896	68,500	84,759	97,790	111,320
固定资产	11,867	10,615	11,051	11,702	12,345
无形资产	3,880	3,339	3,339	3,339	3,339
其他固定资产	6,132	8,086	8,086	8,086	8,086
总资产	73,775	90,541	107,236	120,918	135,091
应付账款	17,191	20,295	27,079	29,454	30,945
短期银行贷款	5,417	8,641	8,641	8,641	8,641
其他短期负债	11,328	13,213	13,213	13,213	13,213
总流动负债	33,935	42,149	48,933	51,308	52,799
长期银行贷款	1,941	1,303	1,305	1,307	1,309
其他负债	5,396.5	1,563.1	1,563.1	1,563.1	1,563.1
总负债	41,273	45,015	51,801	54,178	55,671
少数股东权益	1,017	1,106	1,463	1,870	2,326
股东权益	32,502	45,527	55,435	66,740	79,420
每股净资产	4.17	5.40	6.58	7.92	9.43
营运资金	17,960.6	26,351.6	35,826.0	46,481.8	58,521.0

资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

### 财务分析

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率	30.6%	32.7%	33.2%	34.2%	35.2%
EBITDA 利率	17.6%	20.9%	21.3%	21.7%	22.5%
净利率	11.0%	14.8%	15.5%	16.1%	16.9%
ROE	20.8%	28.7%	27.6%	26.0%	24.4%
营运表现					
SG&A/收入(%)	11.6%	10.0%	9.5%	9.2%	8.7%
实际税率 (%)	16.5%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
派息率 (%)	35.6%	31.4%	31.4%	31.4%	31.4%
库存周转天数	129	116	116	116	116
应付账款天数	191	165	165	165	165
应收账款天数	161	121	121	121	121
财务状况					
净负债/股本	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7
收入/总资产	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
总资产/股本	2.3	2.0	1.9	1.8	1.7
盈利对利息倍数	58.1	(297.0)	(310.4)	(319.8)	(335.6)

### 现金流量表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	9,811	15,796	19,070	21,446	23,785
融资成本	136	(46)	(55)	(61)	(65)
营运资金变化	738	(544)	(5,856)	(2,397)	(1,748)
所得税	(2,721)	(3,879)	(2,434)	(2,777)	(3,115)
其他营运活动	2,564	1,939	(7,808)	(11,565)	(13,343)
营运现金流	10,527	13,265	2,917	4,647	5,514
资本开支	(1,003)	(2,157)	(880)	(880)	(880)
其他投资活动	(9,762)	(9,824)	591	591	591
投资活动现金流	(10,765)	(11,981)	(290)	(290)	(290)
负债变化	1,584	1,756	1,844	1,936	2,033
股本变化	0	0	0	0	0
股息和利息	(1,733)	(2,883)	(4,366)	(4,982)	(5,588)
其他融资活动	975	(23)	1,086	1,407	1,717
融资活动现金流	827	(1,151)	(1,436)	(1,639)	(1,838)
现金变化	595	131	1,191	2,718	3,387
期初持有现金	3,726	4,321	4,451	5,642	8,360
汇率变动	6	(3)	0	0	0
期末持有现金	4,321	4,451	5,642	8,360	11,747



**第一上海證券有限公司**

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關聯人士不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關聯人士可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關聯人士可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。