

# 工程机械 | 板块观点更新 月度数据呈改善趋势，估值底部修复回升

首席证券分析师：周尔双

执业证书编号：S0600515110002

[zhouersh@dwzq.com.cn](mailto:zhouersh@dwzq.com.cn)

139-1552-1100

证券分析师：朱贝贝

执业证书编号：S0600520090001

[zhubb@dwzq.com.cn](mailto:zhubb@dwzq.com.cn)

研究助理：罗悦

[luoyue@dwzq.com.cn](mailto:luoyue@dwzq.com.cn)

185-0254-2232

2021年07月27日

## 工程机械板块观点更新：月度数据呈改善趋势，估值底部修复回升

### ● 2021年初以来板块估值回落至低位，具备修复动力

2021年初至今，工程机械板块估值下滑幅度达44%，平均估值水平仅为11X，估值水平及变动排全行业倒数前三，估值具备修复空间。此外，下半年专项债发行加快，利好市场基建预期。

### ● 关注下半年行业数据改善趋势+大挖复苏

我们认为2021年Q2行业增速下滑系月度波动，Q3起数据有望反弹（类似2019年）。七一后矿山迎来复工复产集中期，关注下半年大挖需求回暖。

### ● 对标海外龙头卡特、小松，估值仍有修复逻辑

海外主机厂龙头卡特、小松历年估值中枢为15-25X，而内资主机厂三一重工/徐工机械/中联重科估值仅11X/8X/6X。从基本面看，海外龙头业绩自2012年以来未创新高，但稳定性较好。周期波动弱化+龙头集中度提升趋势下，国产主机厂龙头业绩稳定性有望大幅增强，对标海外龙头估值修复上行。

### ● 投资建议：重点关注低周期波动中强阿尔法

【三一重工】行业低周期波动+数字化降本带来持续业绩弹性，全球竞争力逐步兑现，看好戴维斯双击机会。

【中联重科】起重机+混凝土机械后周期龙头，土方机械+高机成为业绩新增长极。

【徐工机械】汽车起重机龙头，优质资产注入有望增厚收入体量，改制激励提升盈利能力。

【恒立液压】国内液压龙头，进口替代增长可期。

● 风险提示：下游固定资产投资不及预期；行业周期性波动；全球疫情影响持续。

# 目录



工程机械板块：

**1** 月度数据呈改善趋势，估值底部修复回升

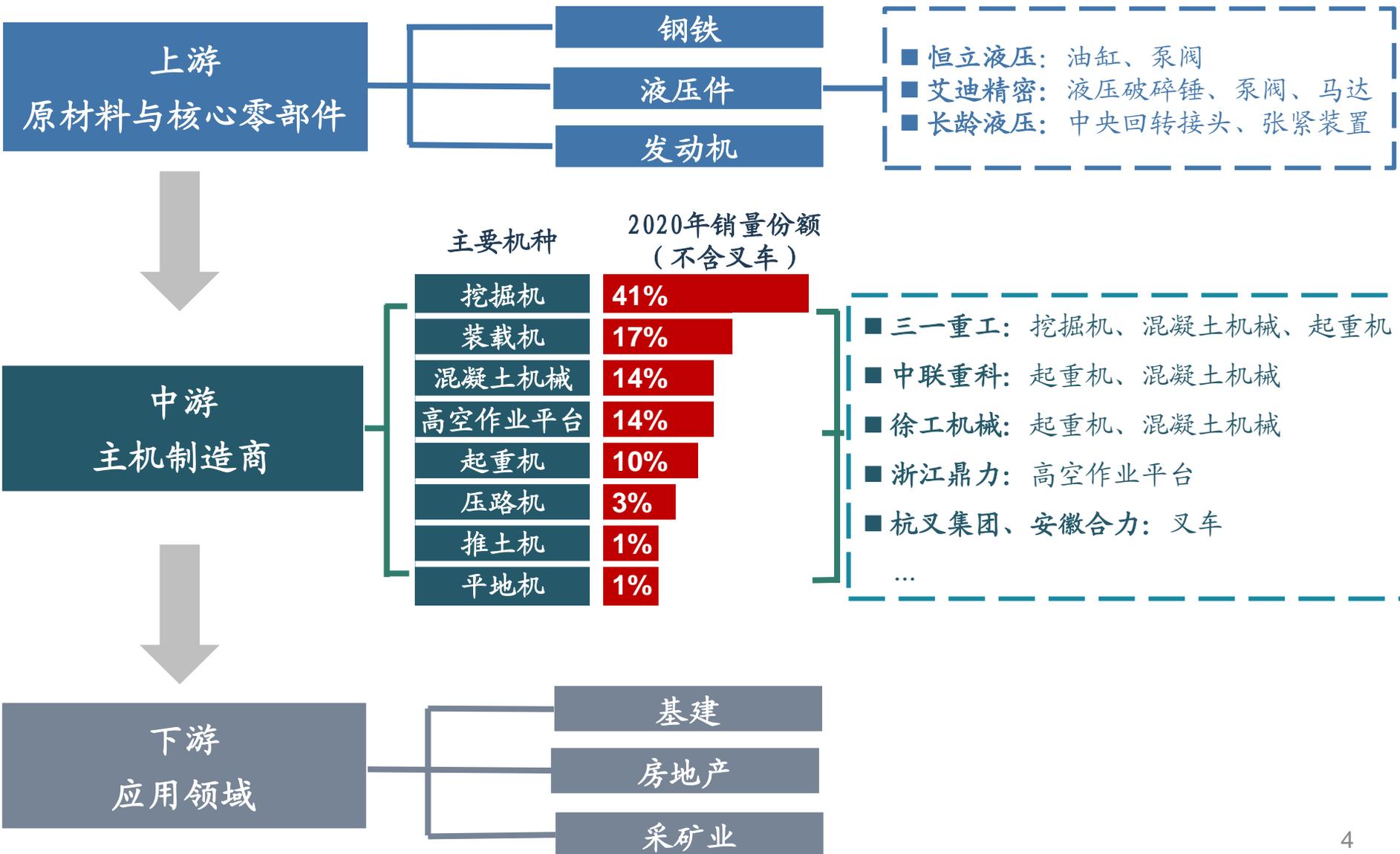
---

**2** 如何判断工程机械行业景气走势？

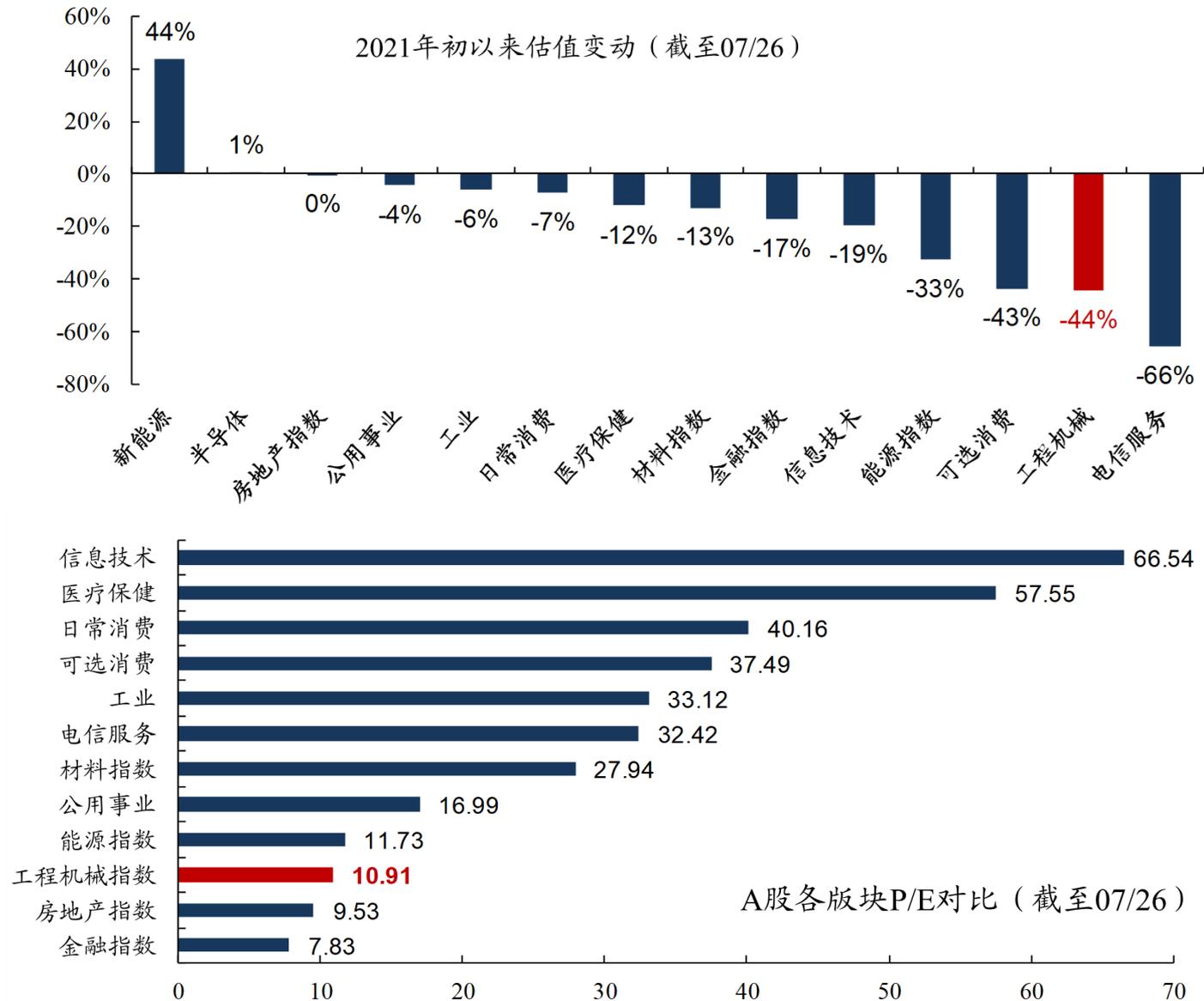
---

**3** 重点推荐公司核心逻辑

---

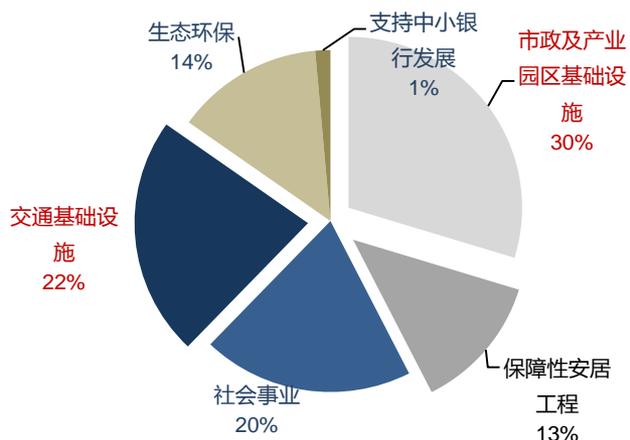


# 1.1 工程机械板块估值回落至低位，具备上行修复动力



## 1.2 下半年专项债加速发行，利好基建预期

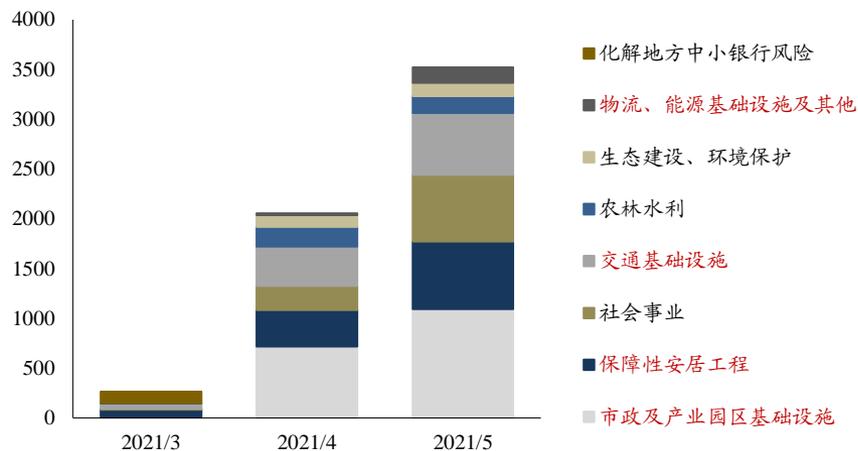
图：2020年新增专项债投向占比，基建占52%为主要大头



数据来源：财政部，东吴证券研究所

注：生态环保包含农林水利、污水垃圾处理；保障性安居工程包含棚改、老旧小区改造

图：21年3-5月专项债投向占比，基建类仍占大头



数据来源：财政部，东吴证券研究所

表：21年1-5月专项债累计发行仅占全年额度32%，下半年专项债发行有望提速（单位：亿元）

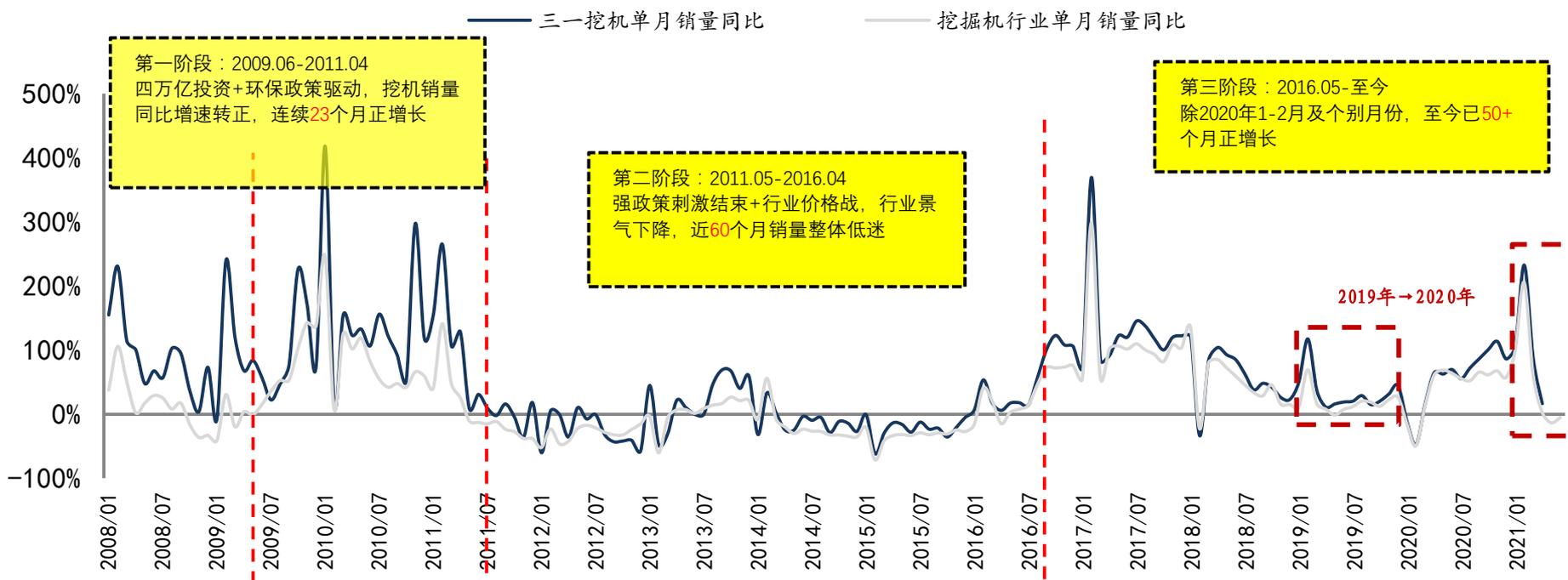
	新增专项债额度	实际全年发行	超额发行比例	1-5月累计发行	1-5月占当年额度
2019	2.15	2.59	120%	0.97	45.12%
2020	3.75	4.14	110%	2.25	60.00%
<b>2021</b>	<b>3.65</b>			<b>1.17</b>	<b>32.05%</b>

数据来源：财政部，东吴证券研究所

# 1.3 关注21年Q3行业月度数据改善趋势

- 我们认为2021年Q2行业增速下滑系月度波动，Q3数据有望反弹趋势，类似2019年。
- 2021年6月行业同比降幅缩窄，7月有望继续改善。

图：21年Q1超高销量预支Q2需求，关注Q3月度数据反弹趋势

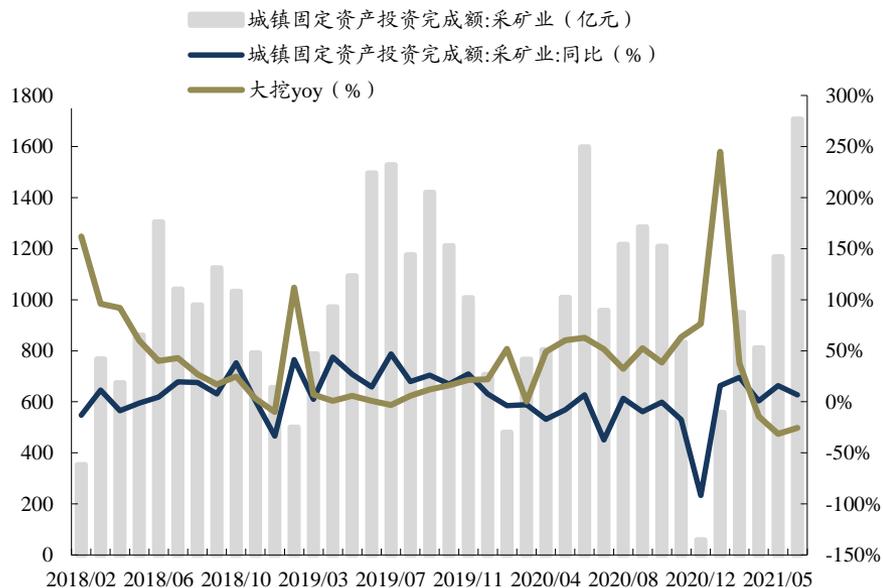


资料来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所整理

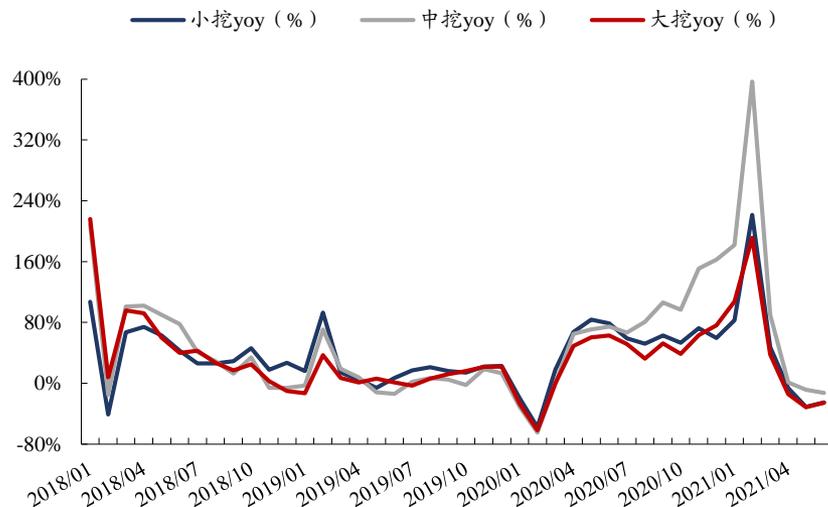
# 1.4 矿山迎来复工复产集中期，大挖需求有望改善

- 2021年上半年多处矿山政策性停产限产，开工率显著低于去年同期。
- 七一后矿山迎来复工复产集中期，矿山安全整治工作取得阶段性进展。
- 全球宏观经济复苏推升矿产资源价格，供给端复产扩产意愿增强。

图：2021年1-6月采矿业固定资产投资完成额同比+11.5%



图：2021年1-6月大挖销量同比+9.8%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 目录



## 工程机械板块：

1 月度数据呈改善趋势，估值底部修复回升

---

2 如何判断工程机械行业景气走势？

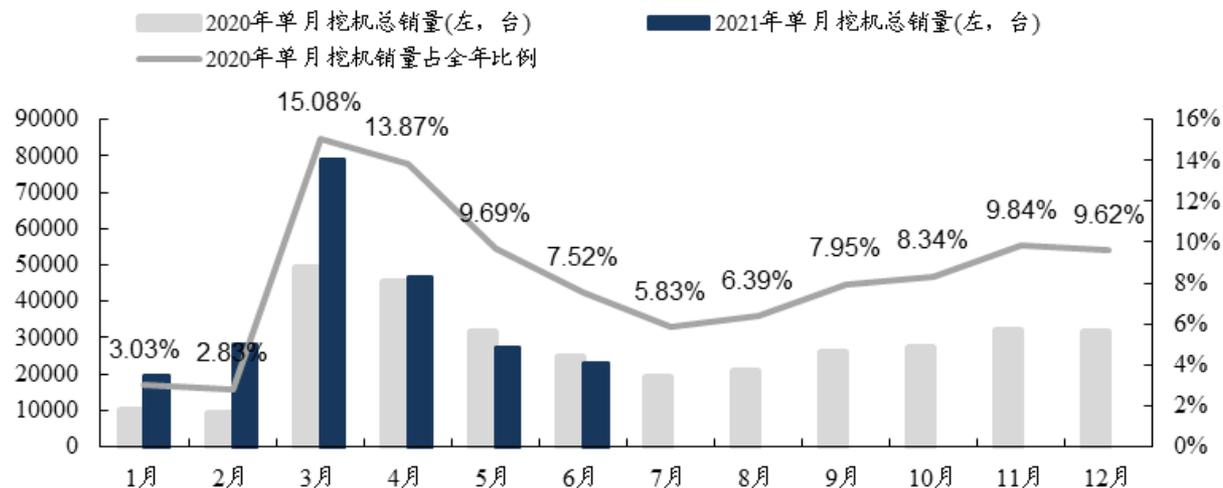
---

3 重点推荐公司核心逻辑

---

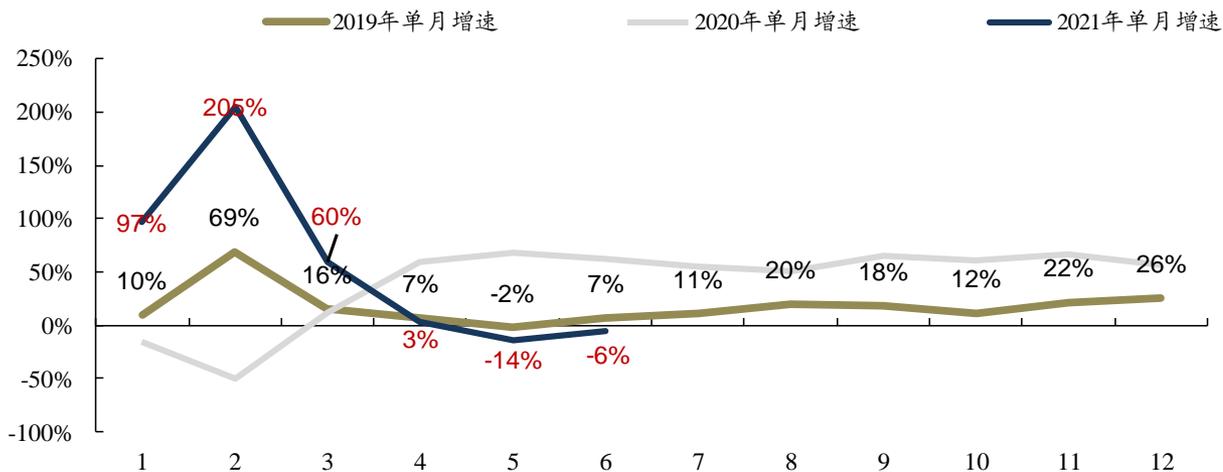
## 2.1 月度波动+基数效应减弱，关注Q3行业数据反弹趋势

图：月度波动+基数效应减弱，Q3行业下滑压力减弱



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

图：2021年有望重演2019年走势，关注Q3行业数据反弹趋势



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

## 2.1 月度波动+基数效应减弱，关注Q3行业数据反弹趋势

表：按7-12月国内销量平均增速-15%、出口增速80%，我们预测全年行业增速15%

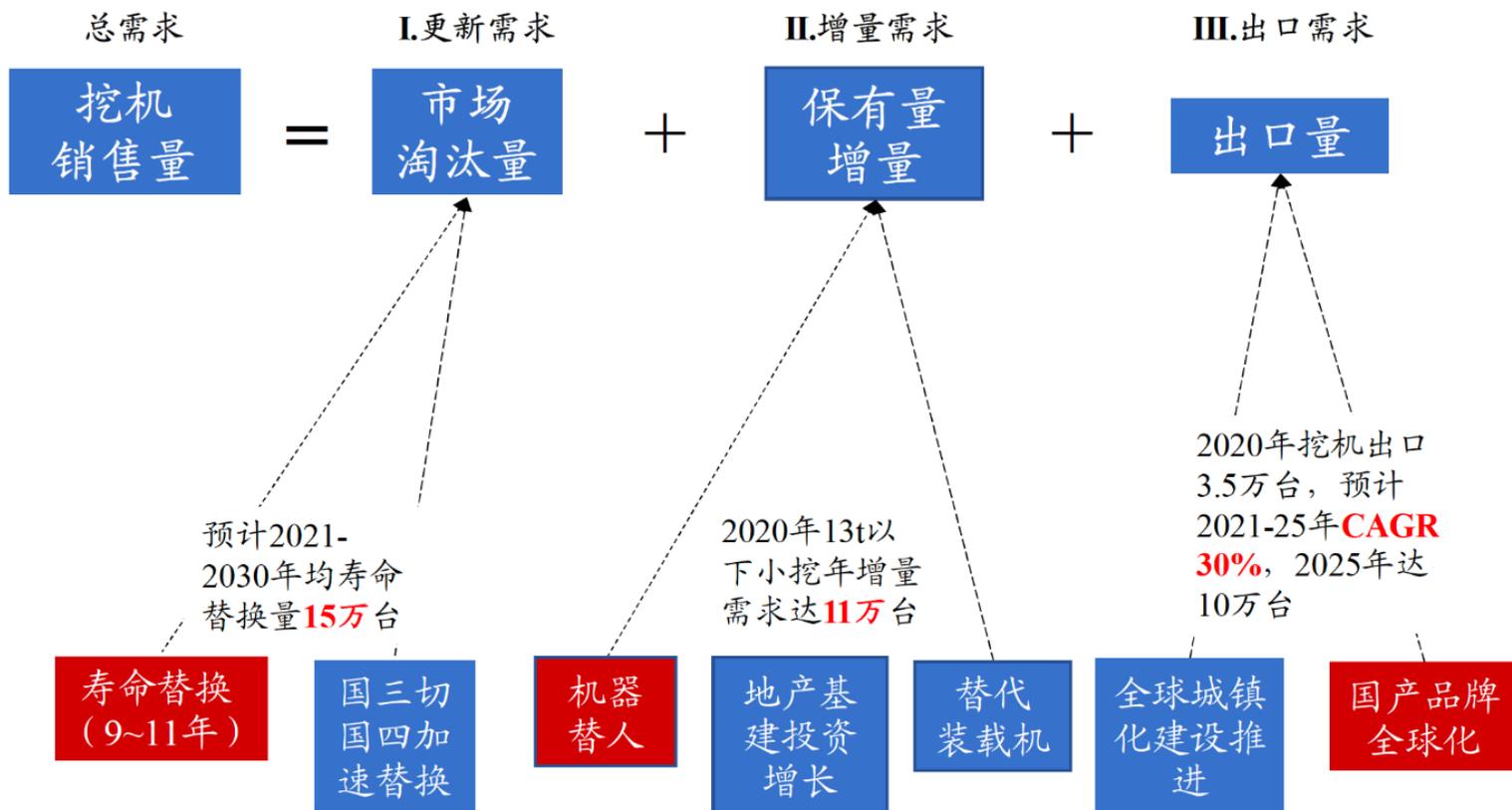
	2020A	2021A/E
<b>1-6月总销量YOY</b>	<b>24%</b>	<b>31%</b>
国内YOY	25%	24%
出口YOY	18%	107%
<b>7-12月总销量YOY</b>	<b>60%</b>	<b>-10% (悲观预测)</b>
		<b>-3% (中性预测)</b>
		<b>4% (乐观预测)</b>
国内YOY	63%	<b>-20% (悲观预测)</b>
		<b>-15% (中性预测)</b>
		<b>-10% (乐观预测)</b>
出口YOY	42%	<b>60% (悲观预测)</b>
		<b>80% (中性预测)</b>
		<b>100% (乐观预测)</b>
<b>全年总销量YOY</b>	<b>39%</b>	<b>12% (悲观预测)</b>
		<b>15% (中性预测)</b>
		<b>18% (乐观预测)</b>
国内YOY	40%	4% (悲观预测)
		6% (中性预测)
		8% (乐观预测)
出口YOY	31%	80% (悲观预测)
		91% (中性预测)
		103% (乐观预测)

数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所测算

## 2.2. 行业周期有望大幅弱化，看好板块龙头价值重估

- ◆ 展望未来，我们判断国内挖机行业由强周期走向弱周期，行业波动较上一轮大幅弱化。核心逻辑有3点：
- ◆ (1) “更新+替人+出口”需求驱动，支撑未来十年国内挖机年需求中枢30-40万台：

图：三大边际变化，支撑行业后续周期波动弱化



资料来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所整理

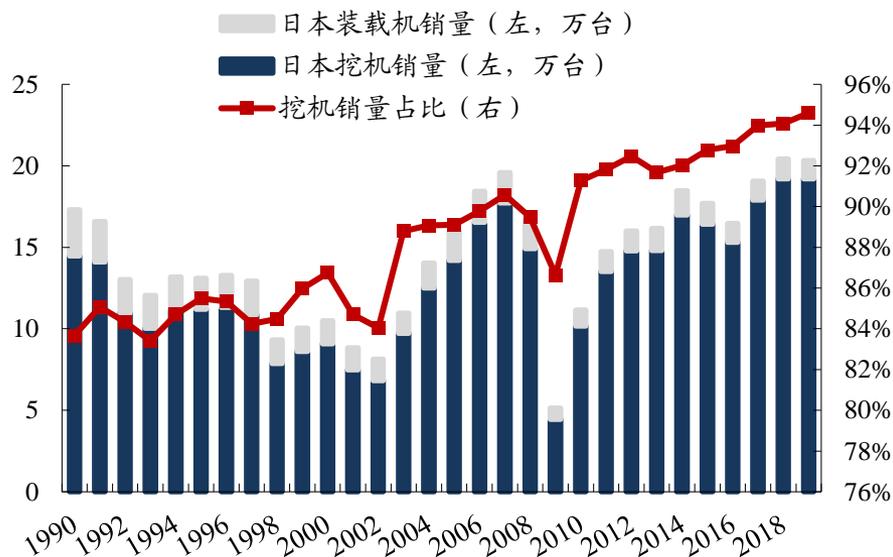
## 2.2. 行业周期有望大幅弱化，看好板块龙头价值重估

### ◆ (2) 应用场景多元化，对人工及其他机种替代：

#### ① 替代其他机种：以装载机为例

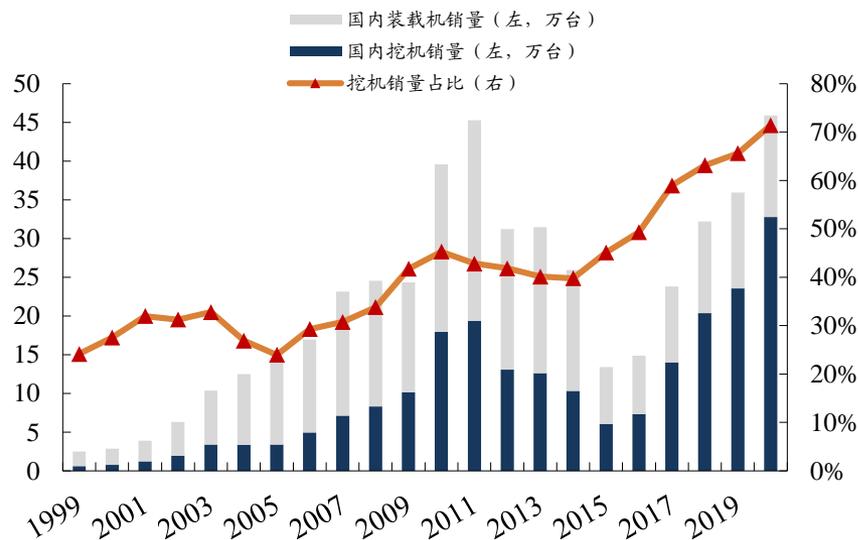
按国内土方机械（主要为挖掘机、装载机）年销量50万台，挖机占比升至80%以上测算，国内挖机年销量可达40万台以上。

图：1990-2019年日本挖机占土方机械比例由84%升至97%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：1990-2020年中国挖机占土方机械比例由24%升至72%



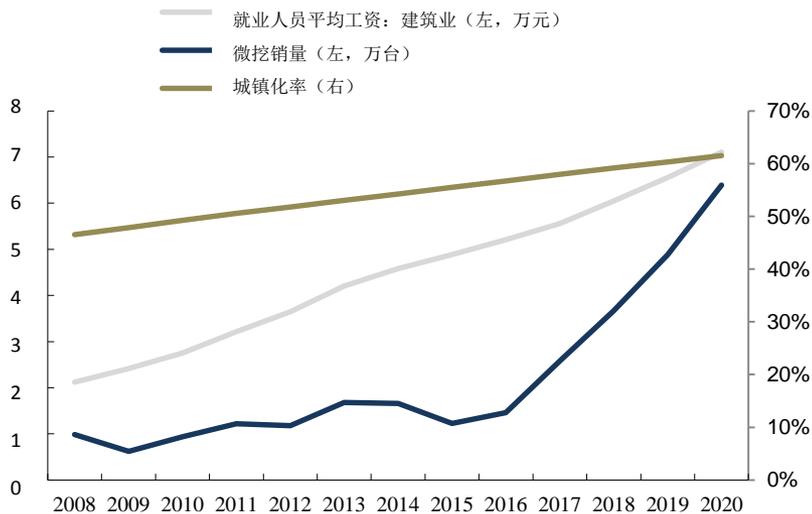
数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.2. 行业周期有望大幅弱化，看好板块龙头价值重估

### ② 机器替代人工：空间广阔

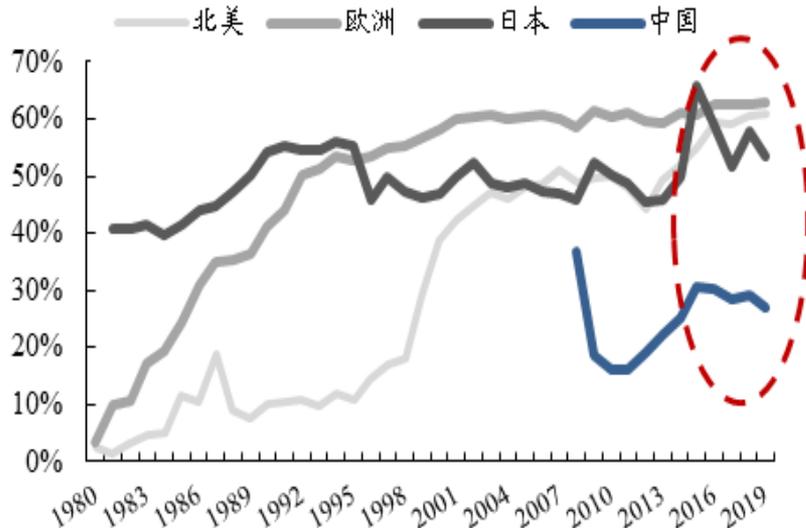
发达国家6t以下微型挖掘机占挖机比例60%以上，而我国不足30%，印度等新兴国家不足10%，全球小挖“机器替人”需求的空间仍然广阔。

图：国内用人成本提升，小挖机器替人需求凸显



数据来源：Wind，中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

图：发达地区微挖（≤6t）占比50%以上，中国不到30%

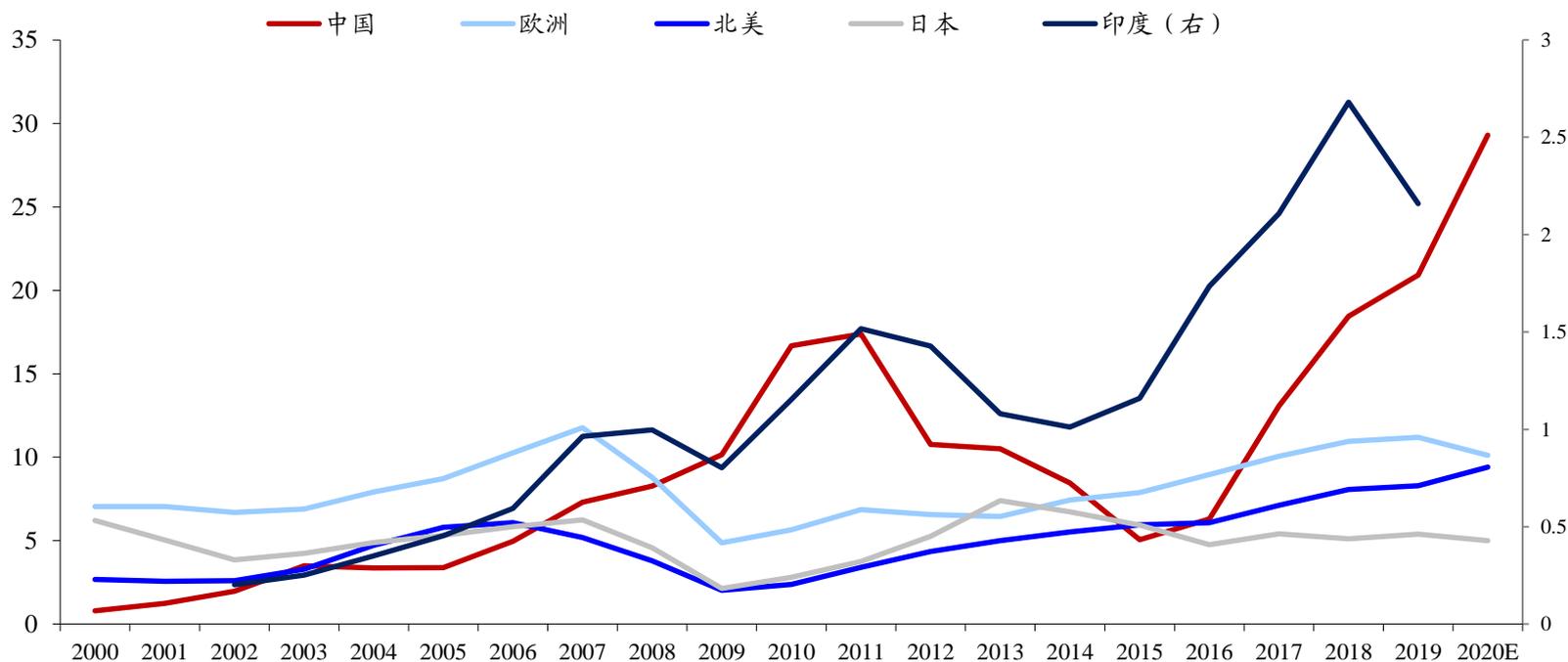


数据来源：Off-highway，中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

## 2.2. 行业周期有望大幅弱化，看好板块龙头价值重估

- ◆ (3) 欧美日市场发展启示：随着行业成熟，挖机周期性必然弱化。
- ◆ 2000年欧美日等发达国家挖机销量稳中略增。成熟市场基建、地产建设完善，工程机械以小型器械替人需求为主，占比达50%以上。
- ◆ 随着工程机械行业走向成熟，挖机在行业中占比提升，带来增量贡献；随着替人需求增长，挖机吨位下移及寿命年限缩短，周期性弱化。

图：成熟市场挖机销量波动性更为弱化（单位：万台）



资料来源：Off-highway，中国工程机械工业协会，东吴证券研究所  
 注：2020年数据除中国地区为实际销量外，其余地区均为Off-highway预计值

## 2.2. 行业周期有望大幅弱化，看好板块龙头价值重估

- ◆ 我们预计2021年我国挖机行业销量增速分别为15%，未来两年行业增速波动有望维持在±10%以内，周期波动较上一轮大幅弱化。

图：2018-2023E 我国挖掘机销量及构成测算表（单位：台）

		2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
更新需求	寿命替换 (按小/中/大挖分别 9/10/11年寿命)	87330	128018	169990	140483	122973	111107
新增需求	基建投资增速	1.8%	3.3%	3.4%	5.0%	5.0%	4.0%
	地产投资增速	9.5%	9.9%	7.0%			
	投资拉动			33185	40024	42908	40491
	小挖替人			88496	104336	112162	112610
	替代装载机			37670	40401	43312	40869
	新增需求合计	96990	81059	159351	184762	198381	193970
出口需求	出口增长率	97.48%	39.35%	31%	50%	40%	30%
	出口需求合计	19100	26616	34734	52101	72941	94823
总需求	总销售量	<b>203420</b>	<b>235693</b>	<b>327605</b>	<b>377346</b>	<b>394295</b>	<b>399900</b>
	总需求增长率	<b>45.0%</b>	<b>15.9%</b>	<b>39.0%</b>	<b>15.2%</b>	<b>4.5%</b>	<b>1.4%</b>
	小挖 (<20T)	59.3%	61.0%	60.3%	63%	66%	65%
	中挖 (20-30T)	25.7%	24.7%	26.6%	25%	23%	23%
	大挖 (>30T)	14.9%	14.3%	13.1%	12%	11%	12%
	新增需求贡献率	47.7%	34.4%	48.6%	49.0%	50.3%	48.5%
	更新替代贡献率	42.9%	54.3%	51.9%	37.2%	31.2%	27.8%
	出口贡献率	9.4%	11.3%	10.6%	13.8%	18.5%	23.7%

资料来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所测算

# 目录



工程机械板块：

**1** 月度数据呈改善趋势，估值底部修复回升

---

**2** 如何判断工程机械行业景气走势？

---

**3** 重点推荐公司核心逻辑

---

### 3. 重点推荐低周期波动中强阿尔法

- 投资建议：重点推荐低周期波动中强阿尔法

【三一重工】中国最具全球竞争力的高端制造龙头：国内景气拉长+龙头份额提升，业绩释放有望持续超预期；公司加大研发投入布局未来，国际化+数字化远期成长空间打开。我们预计公司2021-2023年净利润分别为200/226/246亿元，对应PE分别为11/9/9倍，维持“买入”评级。

【恒立液压】国产液压件龙头，具备穿越周期+再造恒立属性，有望成为综合性液压件龙头。我们预计公司2021-2023年的净利润为30/36/41亿元，对应PE分别为41/34/30X，给予“买入”评级。

【徐工机械】汽车起重机龙头，优质资产注入有望增厚收入体量，改制激励提升盈利能力。我们预计公司2021-2023年的净利润分别为58/76/86亿元，对应PE为8/6/5X，维持“买入”评级。

【中联重科】工程机械后周期品种龙头（2020年起重机、混凝土机械收入占比达86%），深度受益于行业高景气持续；新兴成长板块（挖机、高机与高端农机）快速放量，未来有望成为收入新增长极，带动盈利能力上行。我们预计公司2021-2023年的净利润分别为101/116/128亿元，对应PE为6/6/5X，维持“买入”评级。

- 风险提示：下游固定资产投资不及预期；行业周期性波动；全球疫情影响持续。

### 3. 重点推荐低周期波动中强阿尔法

- 2010-2020年，海外龙头卡特、小松收入未创新高
- 行业周期弱化+龙头份额提升，带来国内主机厂戴维斯双击机会

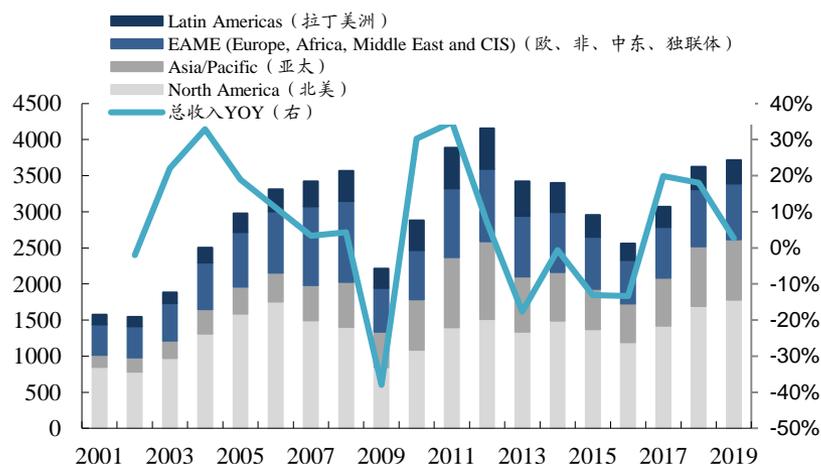
板块可比公司估值表

2021/7/27		货币	收盘价 (LC)	市值 (亿RMB)	EPS (LC)			PE		
代码	公司				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600031.SH	三一重工	CNY	25.10	2,131	2.36	2.66	2.90	11	9	9
000157.SZ	中联重科	CNY	7.43	611	1.16	1.34	1.48	6	6	5
000425.SZ	徐工机械	CNY	5.99	469	0.74	0.97	1.09	8	6	5
601100.SH	恒立液压	CNY	93.3	1,218	2.30	2.76	3.15	41	34	30
CAT.N	卡特彼勒	USD	211.03	7,486	9.76	11.91	13.81	22	18	15
6301.T	小松制作所	JPY	2775.50	1,584	112.43	177.31	224.51	25	16	12

数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

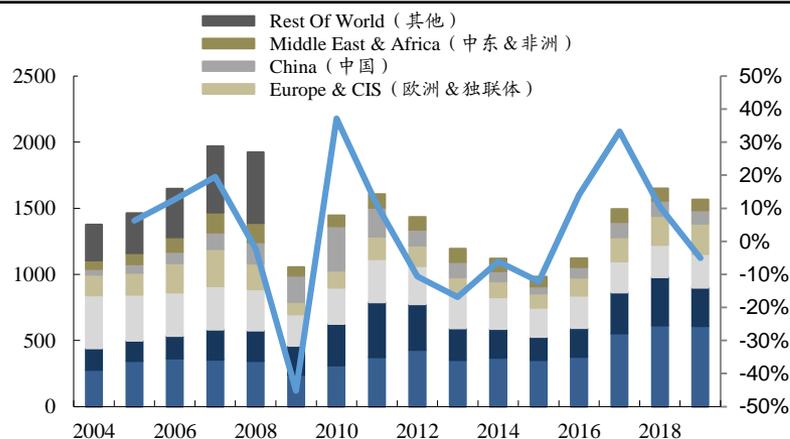
(注: 三一、恒立、中联、徐工、鼎力为东吴预测, 卡特、小松为Bloomberg一致预测)

图: 卡特彼勒分地区营收 (单位: 亿元人民币)



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图: 小松分地区营收 (单位: 亿元人民币)



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

## 3.1 三一重工：全球竞争力逐步兑现，看好戴维斯双击机会

### ◆推荐逻辑

#### 1. 挖掘机为工程机械王者，得挖机者得天下

我们认为：（1）作为工程机械最核心机种，2010-2019年全球挖机销量占比已由44%升至60%，由于持续对人工及其他机种形成替代，我们预计挖机王者地位仍会强化，而未来占领挖机赛道的制造商将成为全球工程机械行业龙头；（2）基于应用场景广泛+机器人属性优势，挖机下游客户碎片化，未来中国乃至全球挖掘机将呈现弱周期趋势；（3）2019年全球挖机销量66万台，基于机器替人和新兴市场增长的判断，我们预计2030年全球销量升至110万台。

#### 2. 复盘卡特小松海外竞争，三一重工将有望从本土龙头向全球龙头迎蜕变

市场质疑三一重工全球扩张是否能撼动卡特彼勒长达数十年强大的全球服务和代理体系，但我们通过复盘卡特小松竞争史，在70-80年代以小松为代表的产品性价比路线，足以撼动卡特最引以为傲的全球代理体系。80年代初，卡特与小松在全球竞争中处于劣势，并于1982-1984年连续三年巨额亏损，企业破产言论甚嚣尘上，正因1985年“广场协议”才拯救了卡特。

通过对比主流厂商产品参数，我们认为三一重工已接棒全球第一产品性价比地位，随着优质服务竞争力出海，叠加国产零部件配套+数字化助力弯道超车，本土龙头将向全球龙头蜕变。

#### 3. 国际化再造三一重工，数字化打破成长天花板

在全球竞争最激烈的中国市场，2020年三一挖机份额已升至28%，远高于徐工16%、卡特10%，竞争力十分出色。但同期海外份额预计不足3%，与产品竞争力及公司定位极不匹配。随着国际布局全面铺开，数字化深化龙头竞争优势，公司全球化进程有望加速。

我们预测，2025年三一挖机板块收入较2019年翻番，2030年较2025年再翻番，2030年全球挖机份额将达到30%。国际并购推进+数字转型深化（如进入工程机械万亿级后市场，产品软化），远期成长空间进一步打开。

### ◆盈利预测与投资评级

国内份额提升+国际化+数字化软化，公司远期成长空间打开。我们预计公司2021-2023年净利润分别为200/226/246亿元，对应PE分别为11/9/9倍，维持“买入”评级，维持“买入”评级。

**风险提示：**全球经济下行；国际政策变动；海外贸易争端加剧；行业周期波动及竞争加剧；数字化转型不及预期。

### 3.1 三一重工：全球竞争力逐步兑现，看好戴维斯双击机会

表：2019-2030年全球挖掘机市场及三一重工国际化模型

		2019	2020	2021E	2022E	2025E	2030E	核心假设
全球市场挖机销量(台)	国内挖机总销量(含出口)	235693	327605	360421	366020	409253	475953	
	中国挖机出口	26616	34739	48635	63225	109253	175953	
	<b>1、中国挖机销量</b> (不含出口;半增量市场)	<b>209077</b>	<b>292866</b>	<b>311786</b>	<b>302795</b>	<b>300000</b>	<b>300000</b>	保有量缺口修复+小挖替人,未来十年年均销量30万台
	<b>2、欧美日市场(存量市场)</b>	<b>248783</b>	<b>245220</b>	<b>250214</b>	<b>255311</b>	<b>271231</b>	<b>300000</b>	微挖替人驱动,挖机年销量略微增长至30万台
	<b>3、印度等新兴市场(增量市场)</b>	<b>198915</b>	<b>177351</b>	<b>190949</b>	<b>205856</b>	<b>260250</b>	<b>500000</b>	人口增长+城镇化进程带来基建地产投资上升,目前挖机市场整体落后中国10-20年,未来有望增至50万台
	印度市场	21591	17759	21181	25263	42861	150000	
	其余新兴市场	177324	159592	169768	180593	217389	350000	
	海外挖机销量合计	447698	422571	441163	461166	531481	800000	
	<b>全球挖机销量合计</b>	<b>656775</b>	<b>715437</b>	<b>752950</b>	<b>763961</b>	<b>831481</b>	<b>1100000</b>	
	YoY	3%	9%	5%	1%			
CAGR*					4%	5%	注*:分别为2019-2025及2019-2030年复合增速(下同)	
全球挖机市场价值量	国内挖机均价(万元/台)	45	41	41	40	40	40	国内挖机吨位“两极分化”,单台价值量呈现“U型”曲线,逐步向全球均价中枢60-70万/台上移
	<b>国内挖机市场规模</b> (亿元人民币)	<b>951</b>	<b>1201</b>	<b>1263</b>	<b>1211</b>	<b>1200</b>	<b>1200</b>	
	YoY		26%	5%	-4%			
	CAGR					4%	2%	
	海外挖机均价(万元/台)	77	85	80	80	80	80	
	全球挖机均价(万元/台)	67	67	64	64	66	69	制造效率提升,预计全球平均单台价值量微降
	<b>全球挖机市场规模(亿元人民币)</b>	<b>4385</b>	<b>4776</b>	<b>4792</b>	<b>4901</b>	<b>5452</b>	<b>7600</b>	
YoY		9%	0%	2%				
CAGR					4%	5%		
三一重工挖机销量(台)	<b>公司挖机总销量(含出口)</b>	<b>60749</b>	<b>91623</b>	<b>108699</b>	<b>118123</b>	<b>168165</b>	<b>333074</b>	
	YoY	29%	51%	19%	9%			
	CAGR					18%	17%	
	其中:内销	53879	81915	93536	96894	114000	121200	
	其中:出口	8118	10831	15163	21229	54165	211874	海外竞争力加速兑现,十年复合增速35%
出口销量占比	13%	12%	14%	18%	32%	64%		
三一重工挖机收入	<b>公司挖机均价(万元/台)</b>	<b>45</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>40</b>	<b>48</b>	<b>60</b>	全球化推进,平均销售吨位上移
	<b>公司挖机收入</b> (亿元人民币)	<b>276</b>	<b>376</b>	<b>440</b>	<b>472</b>	<b>803</b>	<b>2010</b>	
	YoY	44%	36%	17%	7%			
	CAGR					19%	20%	
三一重工全球份额	国内销量份额	26%	28%	30%	32%	38%	40%	国内份额保持年均+2pct,稳态份额40%以上
	海外销量份额	2%	3%	3%	5%	10%	26%	
	<b>全球销量份额</b>	<b>9%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>30%</b>	
	<b>全球价值量份额</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>15%</b>	<b>26%</b>	

数据来源:中国工程机械工业协会,Off-highway, Wind, 东吴证券研究所测算(注\*:2020年欧美日市场挖机销量为off-highway预测)

### 3.1 三一重工：全球竞争力逐步兑现，看好戴维斯双击机会

表：三一重工分业务拆分

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>挖掘机械 (亿元)</b>	74.70	136.69	192.47	276.24	375.28	450.34	486.36	500.95
YoY	22.10%	82.99%	40.81%	43.52%	35.85%	20.00%	8.00%	3.00%
毛利率	32.42%	40.62%	38.66%	38.60%	34.67%	34.00%	34.00%	34.00%
收入占比	32%	36%	34%	37%	38%	37%	37%	36%
<b>混凝土机械 (亿元)</b>	95.03	126.00	169.64	232.00	270.52	327.33	353.52	371.19
YoY	-9.27%	32.59%	34.63%	36.76%	16.60%	21.00%	8.00%	5.00%
毛利率	21.46%	24.22%	25.24%	29.80%	27.30%	28.00%	28.00%	28.00%
收入占比	41%	33%	30%	31%	27%	27%	27%	27%
<b>起重机械 (亿元)</b>	27.10	52.44	93.47	139.79	194.09	248.44	273.28	295.14
YoY	-29.27%	93.51%	78.24%	49.56%	38.84%	28.00%	10.00%	8.00%
毛利率	34.04%	22.99%	24.85%	24.30%	21.67%	21.50%	21.50%	21.50%
收入占比	12%	14%	17%	18%	19%	20%	21%	21%
<b>桩工机械类</b>	11.87	29.13	46.91	48.09	68.24	88.71	97.58	102.46
YoY		145.41%	61.04%	2.52%	41.90%	30.00%	10.00%	5.00%
毛利率	25.24%	30.65%	37.30%	45.40%	44.95%	45.00%	45.00%	45.00%
收入占比	5%	8%	8%	6%	7%	7%	7%	7%
<b>路面机械</b>	8.75	13.43	21.31	21.50	28.08	35.10	38.61	40.54
YoY		53.49%	58.67%	0.89%	30.59%	25.00%	10.00%	5.00%
毛利率	17.40%	18.20%	31.34%	36.88%	31.06%	31.00%	31.00%	31.00%
收入占比	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
<b>配件及其它</b>	10.30	18.87	19.56	21.66	31.41	40.83	48.99	51.44
YoY		83.20%	3.66%	10.74%	45.00%	30.00%	20.00%	5.00%
毛利率	11.58%	20.86%	22.75%	29.02%	29.00%	30.00%	30.00%	30.00%
收入占比	4%	5%	4%	3%	3%	3%	4%	4%
<b>其他业务</b>	5.07	6.78	14.85	17.40	21.75	26.10	28.71	31.58
YoY		33.73%	119.03%	17.17%	25.00%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率	28.91%	27.71%	12.51%	8.38%	12.00%	10.00%	10.00%	10.00%
收入占比	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
<b>收入合计</b>	<b>232.82</b>	<b>383.34</b>	<b>558.21</b>	<b>756.65</b>	<b>1000.54</b>	<b>1216.84</b>	<b>1327.05</b>	<b>1393.31</b>
YoY		<b>64.65%</b>	<b>45.62%</b>	<b>35.55%</b>	<b>32.23%</b>	<b>21.62%</b>	<b>9.06%</b>	<b>4.99%</b>
<b>毛利润合计</b>	<b>61.01</b>	<b>115.28</b>	<b>170.94</b>	<b>247.24</b>	<b>297.13</b>	<b>363.84</b>	<b>396.55</b>	<b>414.98</b>
综合毛利率	<b>26.21%</b>	<b>30.07%</b>	<b>30.62%</b>	<b>32.69%</b>	<b>29.70%</b>	<b>29.90%</b>	<b>29.88%</b>	<b>29.78%</b>

## 3.2 恒立液压：国产液压件稀缺龙头，泵阀+非标再造恒立

### ◆推荐逻辑

#### 1、工程机械行业：关注低周期波动中强阿尔法

公司把握国内工程机械行业发展红利期，凭借产品竞争力、市场响应度实现快速崛起，已成为国内具备一流技术、客户及生产体系的国产液压件稀缺龙头。2016年以来国内工程机械行业景气持续性拉长，我们预计2021年挖机行业销量同比增长15%以上，夯实公司液压业务发展基础。基于寿命替代、机器替人、出口需求三大边际变化，我们判断未来行业周期波动较上一轮大幅弱化，板块龙头价值有望重估。

#### 2、穿越周期：挖机产业链中强阿尔法，泵阀+非标放量再造恒立液压

公司是挖机产业链中强阿尔法，2012-2020年总营收CAGR 28.68%，高于挖机行业销量CAGR 13.91%。挖机液压件领域，我们测算2020年国内挖机油缸/挖机泵阀/挖机马达市场规模分别为66亿/88亿/66亿元（合计220亿元），公司销量份额分别为54%/27%/12%，中/大挖泵阀销量份额分别29%/8%。挖机泵阀、马达市场空间达挖机油缸2.3倍，公司基于产品性价比等优势强势引领进口替代，未来有望复制挖机油缸成功经验，再造恒立液压。非挖液压件市场空间更是达到挖机领域3倍，作为是公司另一重要增长极，2012-2020年非挖收入均保持同比正增长，未来发展前景广阔。

#### 3、稀缺性：液压件市场长坡厚雪，技术壁垒孕育百年老店

2020年全球液压件市场规模2580亿元，中国液压市场规模779亿元，海外龙头力士乐收入406亿元（全球收入份额16%），公司成长天花板高。液压件行业产业化失败率大，恒立液压是少数实现良性盈利的本土企业，在技术积淀、产品种类、规模体量及客户资源方面持续深化护城河，引领液压件国产替代进程。2020年恒立液压全球收入份额已跃升前五，重塑着全球竞争格局，成长性及盈利能力持续领先，自制铸件进一步夯实产线拓展+高利润率逻辑。复盘海外龙头成长经历，国家产业配套赋能液压件企业崛起，“中国制造2025”为工业液压件打开全新空间，公司研发+并购及时响应市场需求，有望成长为川崎+力士乐型综合液压件龙头。

### ◆盈利预测与投资评级

我们预计公司2021-2023年的净利润为30/36/41亿元，对应PE分别为41/34/30X。公司中期泵阀+非标放量再造恒立，长期有望成长为国产液压件百年老店。参考可比公司，我们给予公司2021年目标PE50倍，目标价115元，对应市值1500亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；行业周期波动；原材料价格持续上涨风险；泵阀业务拓展不及预期。

## 3.2 恒立液压：国产液压件稀缺龙头，泵阀+非标再造恒立

表：恒立液压分业务拆分

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>1、液压油缸</b>	<b>29.55</b>	<b>35.41</b>	<b>44.97</b>	<b>55.85</b>	<b>62.79</b>	<b>67.97</b>
YoY	34.55%	19.84%	27.00%	<b>24.20%</b>	<b>12.42%</b>	<b>8.26%</b>
毛利率	38.92%	39.43%	46.80%	43.68%	44.65%	44.63%
占比	70%	65%	57%	54%	50%	48%
(1) 非标油缸	11.44	13.53	13.70	17.84	21.74	25.28
YoY	9.77%	18.28%	1.26%	<b>30.25%</b>	<b>21.82%</b>	<b>16.31%</b>
毛利率	35.07%	35.10%	46.30%	43.00%	44.00%	44.00%
占比	27.16%	24.99%	17.44%	17.10%	17.39%	17.84%
(2) 挖掘机专用油缸	18.11	21.88	31.27	38.01	41.05	42.69
YoY	56.93%	20.82%	42.92%	<b>19.88%</b>	<b>8.00%</b>	<b>4.00%</b>
毛利率	41.35%	42.11%	47.00%	44.00%	45.00%	45.00%
占比	43.01%	40.41%	39.81%	36.43%	32.83%	30.12%
<b>2、液压泵阀</b>	<b>4.79</b>	<b>11.61</b>	<b>23.38</b>	<b>35.69</b>	<b>48.18</b>	<b>58.84</b>
YoY	92.37%	142.38%	101.41%	<b>53.57%</b>	<b>34.98%</b>	<b>22.13%</b>
毛利率	29.66%	37.80%	52.27%	50.00%	53.00%	53.00%
占比	11.38%	21.44%	29.77%	34.21%	38.53%	41.52%
<b>3、配件及铸件</b>	<b>5.37</b>	<b>5.01</b>	<b>8.45</b>	<b>10.57</b>	<b>11.63</b>	<b>12.21</b>
YoY	225.45%	-6.70%	68.76%	<b>25.00%</b>	<b>10.00%</b>	<b>5.00%</b>
毛利率	35.74%	27.93%	6.22%	12.00%	12.00%	12.00%
占比	12.75%	9.25%	10.76%	10.13%	9.30%	8.61%
<b>4、液压系统</b>			<b>1.57</b>	<b>2.04</b>	<b>2.24</b>	<b>2.47</b>
YoY			42.40%	<b>30.00%</b>	<b>10.00%</b>	<b>10.00%</b>
毛利率			45.69%	45.00%	45.00%	45.00%
占比			2%	2%	2%	2%
<b>5、其他业务</b>	<b>0.39</b>	<b>0.22</b>	<b>0.17</b>	<b>0.19</b>	<b>0.20</b>	<b>0.23</b>
YoY	178.57%	-43.59%	-23.11%	<b>10.00%</b>	<b>10.00%</b>	<b>10.00%</b>
毛利率	35.63%	66.26%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
占比	0.93%	0.41%	0.22%	0.18%	0.16%	0.16%
<b>6、元件与液压成套装置</b>	<b>2.01</b>	<b>1.89</b>				
YoY	17.54%	-5.97%				
<b>收入合计</b>	<b>42.11</b>	<b>54.14</b>	<b>78.55</b>	<b>104.34</b>	<b>125.04</b>	<b>141.72</b>
YoY	<b>50.65%</b>	<b>28.57%</b>	<b>45.08%</b>	<b>32.83%</b>	<b>19.84%</b>	<b>13.34%</b>
<b>毛利润合计</b>	<b>15.40</b>	<b>20.45</b>	<b>34.60</b>	<b>44.52</b>	<b>56.08</b>	<b>64.21</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>36.58%</b>	<b>37.77%</b>	<b>44.05%</b>	<b>42.67%</b>	<b>44.85%</b>	<b>45.31%</b>
<b>归母净利润</b>	<b>8.37</b>	<b>12.96</b>	<b>22.54</b>	<b>29.98</b>	<b>36.07</b>	<b>41.17</b>
YoY	<b>119.05%</b>	<b>54.93%</b>	<b>73.88%</b>	<b>33.00%</b>	<b>20.33%</b>	<b>14.12%</b>
<b>归母净利润率</b>	<b>19.88%</b>	<b>23.94%</b>	<b>28.70%</b>	<b>28.73%</b>	<b>28.85%</b>	<b>29.05%</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

## 3.3 徐工机械：混改大幅释放业绩弹性，全球巨头整装待发

### ◆推荐逻辑

#### 1. 徐工机械：中国工程机械行业排头兵，混改落地问鼎全球

公司是全球工程机械营收前三的徐工集团上市主体，2017~2020年营业收入/归母净利润CAGR达26.23%/38.25%。2020年公司实现营业收入739.68亿元，同比+25%；归母净利润37.29亿元，同比+2.99%；核心业务起重机份额稳居行业第一，其中汽车起重机、履带起重机、随车起重机的市占率分别达39.57%/40.38%/61.2%。2020年9月，徐工混改方案落地，引入机构投资者、员工持股，企业活力有望大幅提升。2021年初以来，公司起重机份额已企稳回升，混改初具成效。

#### 2. 行业层面：关注低周期波动中强阿尔法

相较上一轮周期，本轮景气自2016年以来持续性明显拉长。2021年，我们预计挖机行业同比增长15%-20%，混凝土机械、起重机行业同比增长20%-30%，工程机械行业景气度仍在持续。展望未来，我们预计未来几年挖机行业同比波动±10%左右，周期波动较上一轮大幅弱化，板块价值有望重估，关注受益行业集中度提升的强阿尔法。

#### 3. 巨头整体上市在即，挖掘机等优质资产有望注入

21年4月6日，公司发布公告，拟通过向股东徐工有限发行股份等方式实施吸收合并，徐工有限主营集团工程机械业务，合并后相关资产有望实现整体上市。根据徐工有限债券募集书，2020年主要未上市子公司收入如下：徐工挖机（挖掘机，国内份额前二）231亿、徐工建机（塔机国内，份额前二）62亿、徐工施维英（混凝土机械，国内份额前三）61亿、徐工矿机（矿业机械，全球份额前五）28亿，合计收入达382亿；2020年徐工有限主营业务收入961亿，其中徐工机械收入740亿。

#### 4. 2021年或迎盈利拐点，净利率翻倍以上提升空间

2020年，徐工/三一/中联的毛利率分别为17.07%/29.82%/28.59%，净利率分别为5.06%/15.97%/11.30%，公司净利率存在翻倍以上提升空间。2020年9月混改后，公司考核机制由份额转向利润，董事会中9位外部董事占5席，高管薪酬利润考核占60%，混改员工新增持股8.7亿元（其中董事长、总裁及总经理增持股份2.88亿），压力及激励由弱约束转为强约束。公司20Q4/21Q1单季净利润分别同比+115.58%/+182.44%，大幅高于行业；20Q4/21Q1单季净利率分别5.74%/6.99%，同比+1.91pct/+2.52pct，混改后盈利能力提升成效显著，2021年或迎来盈利拐点。此外，国家制造业基金9.6亿大手笔参与混改，彰显未来发展信心。

### ◆盈利预测与投资评级

不考虑资产注入，我们预计公司2021-2023年的净利润分别为58/76/86亿元，对应PE为8/6/5X。参考国内外可比上市公司，我们认为公司PE估值相对低估。考虑到挖机等优质资产有望整体上市，混改后利润率改善有望跑赢行业，我们给予2021年公司目标PE 12倍，对应市值700亿，首次覆盖予以“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；行业周期波动；行业竞争加剧导致利润率下滑；原材料价格持续上涨风险；混改进程不如预期。

### 3.3 徐工机械：混改大幅释放业绩弹性，全球巨头整装待发

表：徐工机械收入拆分及预测

000425.SZ	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>起重机械 (亿元)</b>	<b>54.80</b>	<b>106.31</b>	<b>157.46</b>	<b>208.34</b>	<b>264.89</b>	<b>331.11</b>	<b>380.78</b>	<b>399.82</b>
YoY		94.00%	48.11%	32.31%	27.14%	25.00%	15.00%	5.00%
毛利率	23.61%	23.11%	21.62%	23.80%	23.37%	23.00%	23.50%	24.00%
收入占比	32.44%	36.49%	35.46%	35.21%	35.81%	36.20%	38.47%	37.74%
<b>工程机械备件 (亿元)</b>	<b>27.98</b>	<b>51.49</b>	<b>89.02</b>	<b>131.10</b>	<b>176.56</b>	<b>220.70</b>	<b>247.18</b>	<b>271.90</b>
YoY		84.02%	72.89%	47.27%	34.68%	25.00%	12.00%	10.00%
毛利率	11.98%	8.08%	10.19%	8.19%	9.77%	10.00%	10.50%	11.00%
收入占比	16.57%	17.68%	20.05%	22.15%	23.87%	24.13%	24.98%	25.67%
<b>桩工机械 (亿元)</b>	<b>19.62</b>	<b>33.27</b>	<b>48.79</b>	<b>59.10</b>	<b>73.31</b>	<b>84.31</b>	<b>92.74</b>	<b>97.37</b>
YoY		69.57%	46.65%	21.13%	24.04%	15.00%	10.00%	5.00%
毛利率	22.19%	22.38%	19.66%	19.72%	21.48%	21.00%	21.50%	22.00%
收入占比	11.62%	11.42%	10.99%	9.99%	9.91%	9.22%	9.37%	9.19%
<b>铲运机械 (亿元)</b>	<b>24.22</b>	<b>35.86</b>	<b>50.13</b>	<b>63.19</b>	<b>66.16</b>	<b>76.08</b>	<b>82.17</b>	<b>86.28</b>
YoY		48.06%	39.79%	26.05%	4.70%	15.00%	8.00%	5.00%
毛利率	17.10%	20.29%	17.35%	18.03%	15.64%	15.00%	15.50%	16.00%
收入占比	14.34%	12.31%	11.29%	10.68%	8.94%	8.32%	8.30%	8.14%
<b>消防机械 (亿元)</b>	<b>5.85</b>	<b>8.16</b>	<b>12.92</b>	<b>24.16</b>	<b>37.34</b>	<b>52.28</b>	<b>67.96</b>	<b>81.55</b>
YoY		39.49%	58.33%	87.00%	54.55%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利率	26.74%	29%	26%	26%	25.95%	26.00%	26.50%	27.00%
收入占比	3.46%	2.80%	2.91%	4.08%	5.05%	5.71%	6.87%	7.70%
<b>压实机械 (亿元)</b>	<b>9.61</b>	<b>13.49</b>	<b>16.75</b>	<b>17.22</b>	<b>21.36</b>	<b>25.63</b>	<b>29.48</b>	<b>32.42</b>
YoY		40.37%	24.17%	2.81%	24.04%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	2.18%	8%	4%	4%	3.76%	4.00%	4.50%	5.00%
收入占比	243.29%	246.62%	197.99%	156.12%	161.09%	175.73%	187.12%	199.84%
<b>路面机械 (亿元)</b>	<b>3.95</b>	<b>5.47</b>	<b>8.46</b>	<b>11.03</b>	<b>13.26</b>	<b>14.59</b>	<b>15.75</b>	<b>16.23</b>
YoY		38.48%	54.66%	30.38%	20.22%	10.00%	8.00%	3.00%
毛利率	0.86%	8%	4%	4%	3.41%	4.00%	4.50%	5.00%
收入占比	14.72%	12.80%	12.26%	12.44%	13.25%	13.25%	13.25%	13.25%
<b>其他业务 (亿元)</b>	<b>26.83</b>	<b>42.73</b>	<b>69.03</b>	<b>88.65</b>	<b>100.06</b>	<b>110.07</b>	<b>118.87</b>	<b>122.44</b>
YoY		59.26%	61.55%	28.42%	12.87%	10.00%	8.00%	3.00%
毛利率	13.04%	18%	12%	14.10%	10.07%	11.00%	11.50%	12.00%
收入占比	15.88%	14.67%	15.54%	14.98%	13.53%	12.03%	12.01%	11.56%
<b>收入合计</b>	<b>168.91</b>	<b>291.31</b>	<b>444.10</b>	<b>591.76</b>	<b>739.68</b>	<b>914.76</b>	<b>989.70</b>	<b>1059.36</b>
YoY		72.46%	52.45%	33.25%	25.00%	23.67%	8.19%	7.04%
<b>毛利润合计</b>	<b>32.84</b>	<b>55.02</b>	<b>74.12</b>	<b>103.28</b>	<b>126.27</b>	<b>154.65</b>	<b>179.79</b>	<b>197.80</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>19.44%</b>	<b>18.89%</b>	<b>16.69%</b>	<b>17.45%</b>	<b>17.07%</b>	<b>16.91%</b>	<b>18.17%</b>	<b>18.67%</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

### 3.4 中联重科：工程机械后周期龙头，潜力业务贡献新增长极

表：中联重科分业务拆分

	2018	2019	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>1、起重机械</b>	<b>124.7</b>	<b>221.5</b>	<b>349.0</b>	<b>425.7</b>	<b>442.8</b>	<b>451.6</b>
YoY		77.6%	57.6%	22.0%	4.0%	2.0%
毛利率	29.1%	32.8%	31.0%	31.5%	31.5%	31.5%
(1)工程起重机（主要为汽车）	132.7	185.8	196.0	239.6	239.6	239.6
YOY		40.0%	5.5%	17.7%	0.0%	0.0%
汽车起重机			131.07			
履带起重机			42.0			
其他			22.9			
(2)塔式起重机	88.5	132.7	153.0	186.1	203.1	212.0
YOY		50.0%	15.3%	28.0%	9.1%	4.4%
<b>2、混凝土机械</b>	<b>139.0</b>	<b>194.6</b>	<b>189.8</b>	<b>227.8</b>	<b>250.6</b>	<b>258.1</b>
YOY		40.0%	-2.5%	20.0%	10.0%	3.0%
毛利率	27.4%	28.0%	26.3%	28.8%	28.8%	28.8%
<b>3、农业机械</b>	<b>14.8</b>	<b>15.8</b>	<b>26.4</b>	<b>37.0</b>	<b>55.5</b>	<b>83.3</b>
YoY		7.2%	67.0%	40.0%	50.0%	50.0%
毛利率	6.9%	4.3%	16.8%	19.0%	20.0%	20.0%
<b>4、其他机械和产品</b>	<b>40.9</b>	<b>49.4</b>	<b>75.0</b>	<b>110.3</b>	<b>149.0</b>	<b>180.3</b>
YoY		21.0%	51.8%	47.1%	35.1%	21.0%
毛利率	27.3%	22.8%	16.9%	17.5%	18.0%	18.0%
<b>5、金融服务</b>	<b>5.0</b>	<b>7.3</b>	<b>10.8</b>	<b>13.0</b>	<b>13.0</b>	<b>13.0</b>
YoY		47.5%	47.6%	20.0%	0.0%	0.0%
毛利率	99.9%	99.9%	99.6%	100.0%	100.0%	100.0%
<b>收入合计</b>	<b>287.0</b>	<b>433.1</b>	<b>651.1</b>	<b>813.9</b>	<b>910.9</b>	<b>986.3</b>
YoY		50.9%	50.3%	25.0%	11.9%	8.3%
<b>净利润</b>	<b>20.2</b>	<b>43.7</b>	<b>72.8</b>	<b>100.7</b>	<b>116.0</b>	<b>116.0</b>
YOY		116.4%	66.6%	38.3%	15.2%	15.2%
毛利率	27.1%	30.0%	28.6%	29.4%	28.8%	28.3%
净利率	7.0%	10.1%	11.2%	11.4%	12.1%	12.1%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

- 盈利预测与投资评级：**工程机械后周期品种龙头：2020年起重机、混凝土机械收入占比达83%，深度受益于行业高景气持续；新兴成长板块（挖机、高机与高端农机）快速放量，未来有望贡献收入新增长极，带动盈利能力上行。我们预计公司2021-2023年的净利润分别为101/116/128亿元，对应PE为6/6/5X，维持“买入”评级。

- **下游固定资产投资不及预期：**工程机械行业产品市场需求受下游固定资产投资影响较大，固定资产投资不及预期将影响行业的产品销售。
- **行业周期性波动：**尽管2016年以来本轮工程机械行业周期延长，我们预计未来行业周期波动较上一轮大幅弱化，但若未来下游项目开工、机器替人及出口需求不及预期，行业可能呈现较大波动性。
- **全球疫情影响持续。**若全球疫情控制不及预期，行业将可能面临供应链断裂和下游项目开工受限，需求不足的问题，对生产与销售产生不利影响。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：  
<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园