

➤ **挖机阶段性底部逐渐清晰。**挖掘机本轮周期高点出现在 2021 年的 4 月份，随后开始进入负增长阶段，从 2021M5-2022M5 累计下滑 1 年时间，考虑到 2021M5 开始挖机销量增速已经开始转负，因此 2022M6 开始挖机销量从同比角度压力减小，挖机绝对销量也进入到 2 万台附近，后续的同比增速压力减小。

➤ **从周期角度，当前仍有压力。**挖机的需求来自施工量（基建+地产+采矿投资），挖机的供应来自保有量，而市场关注的施工量的增加是否能带来新增挖机的销售，核心需要解决的是目前存量挖机的负荷率到了什么位置。从库存周期角度，2020 年疫情扰动下行业又进行了“超额”补库存，按照 9 年使用寿命估算，2021 年底国内挖机保有量约 140 万台，回顾 2006-2021 年挖机保有量与基建+地产投资+采矿投资合计金额关系，可以计算得出 2011 年单台挖机完成投资金额为 0.21 亿元，当年也是上一轮挖机销量的顶部，后该指标一路上行至 2016 年 0.29 亿元附近挖机开始反弹，但因当年投资增速超越挖机保有量增速导致该指标继续上行至 2017 年的 0.3 亿元，后开始进入下行通道，**2021 年该指标降至 0.25 亿元，并未到 2016-2017 年的 0.29-0.3 的位置，因此，从周期角度，目前挖机销量仍有一定压力。**

➤ **当前位置类似 12 年底到 13 年初的阶段。**1) 位置相似：2012 年与今年同属挖机高点回落第一年，国内上一轮周期顶点出现在 2011M4，2011M5-2012M10 历经 18 个月的下滑，2012 年整体的高基数压力有所缓解，2012M10 开始挖机同比下滑幅度减弱，类本轮国内周期高点出现在 2021M3，2021M4-2022M5 累计下滑 14 个月，且越往后下滑幅度越大，后续的同比下滑压力减小；2) 宏观政策相似：2011 年爆发的欧元区主权债务危机及美国失业率居高不下，对我国外贸出口造成较大影响。而我国经济内生增长动力不足，汽车产销量持续在零增长附近徘徊，受家电下乡、以旧换新、节能补贴政策陆续到期影响，主要家电产品产销增速回落，地产调控压制，增速整体无太大变化。国家要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，尽快启动一批事关全局、带动性强的项目，基建投资增速从 2012 年 2 月的-2.4%回升至 2013 年 3 月的 25.6%。当下的情况类似，目前地产投资整体压力较大，基建或成为国家托底经济的发力点。

➤ **本轮稳增长可能类似 08 年底到 09 年。**2022 年 3 月提出 2022 年 GDP 增速目标 5.5%左右，一季度增速为 4.8%，二季度受到疫情影响可能增速压力仍大，下半年压力较大，类比 2008 年-2009 年，金融危机背景下 2008 年我国 GDP 季度增速降速过快，2008 年 10 月发布“四万亿”政策，2009 年 1 月提出当年 GDP 增速目标为 10%，而 Q1 增速仅 6.4%，基建开始发力，2009 年中旬看到基建和地产投资增速快速上行。当前时点，如后续政府发债、政策性银行信贷额度放开等，基建有望注入动力，带动工程机械销量向好。

➤ **投资建议：**关注反弹型机会，建议关注龙头三一重工和零部件龙头恒立液压。

➤ **风险提示：**政策力度低于预期，保有量估算失误，海外出口低于预期风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600031	三一重工	17.99	1.42	1.16	1.22	13	15	15	推荐
601100	恒立液压	56.98	2.06	1.82	2.15	28	31	27	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

（注：股价为 2022-06-17 收盘价）

推荐

维持评级



分析师：李哲

执业证号：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师：罗松

执业证号：S0100521110010

电话：185021293

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

- 1.民生机械周报 20220612：钨丝替代碳钢的经济性分析
- 2.机械行业周报 20220605：数码印花替代圆网印花，临界值从 0.46 万米到 1.39 万米
- 3.机械行业周报 20220529：储能市场加速开启，关注设备领域投资机会
- 4.机械行业周报 20220522：TCO 镀膜技术：传统与新型的较量
- 5.民生机械周报 20220515：国内机床市场下游需求分析

目 录

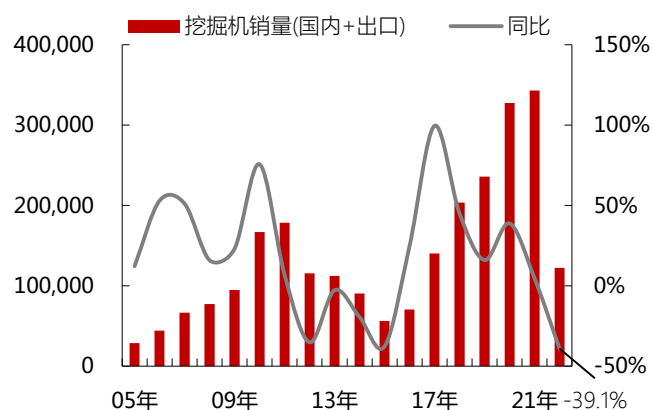
1 本轮周期走到什么位置了？	3
1.1 挖机阶段性底部逐渐清晰	3
1.2 从周期角度，目前仍有压力	5
1.3 强劲的出口是本轮周期的突出亮点	6
1.4 本轮位置类似 12 年底到 13 年初的阶段	7
1.5 本轮稳增长压力可能类似 08 年底到 09 年	8
2 投资建议	10
2.1 三一重工：工程机械龙头，“三化”持续推进	10
2.2 恒立液压：挖机零部件龙头，经营情况边际改善	10
3 风险提示	12
插图目录	15
表格目录	15

1 本轮周期走到什么位置了？

1.1 挖机阶段性底部逐渐清晰

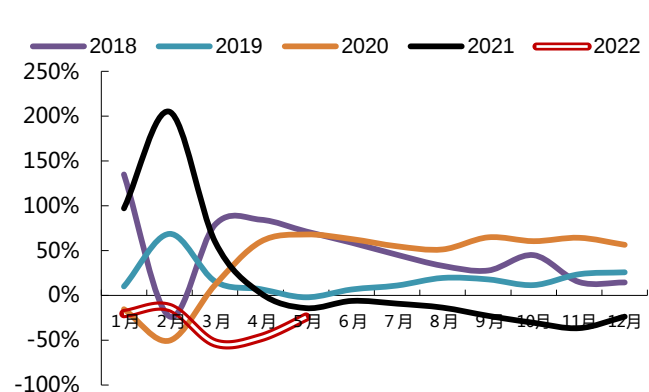
挖掘机作为典型的周期行业，随着库存周期波动，本轮周期高点出现在 2021 年的 4 月份，随后开始进入负增长阶段，从 2021M5-2022M5 累计下滑 1 年时间，考虑到 2021M5 开始挖机销量增速已经开始转负，因此 2022M6 开始挖机销量从同比角度压力减小，挖机绝对销量也进入到 2 万台附近，后续的同比增速压力减小。

图 1：2005-至今挖掘机销量（台）



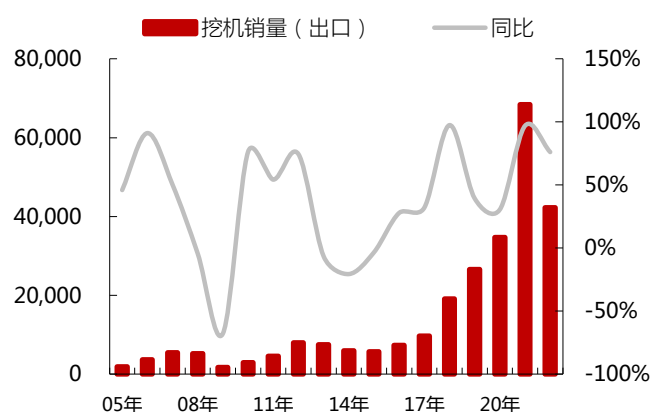
资料来源：工程机械协会，民生证券研究院

图 2：2018-至今挖掘机销量月度同比



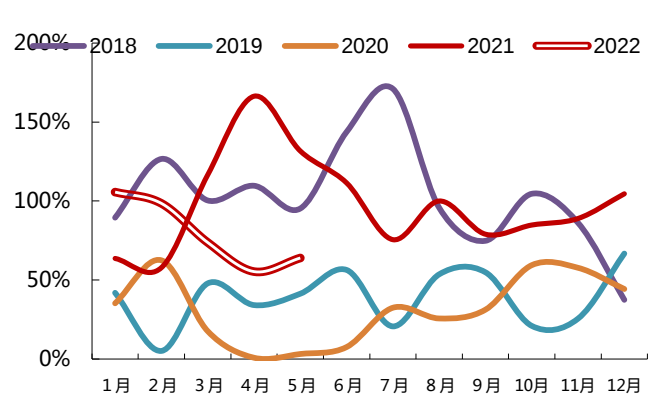
资料来源：工程机械协会，民生证券研究院

图 3：2005-至今挖掘机出口销量（台）



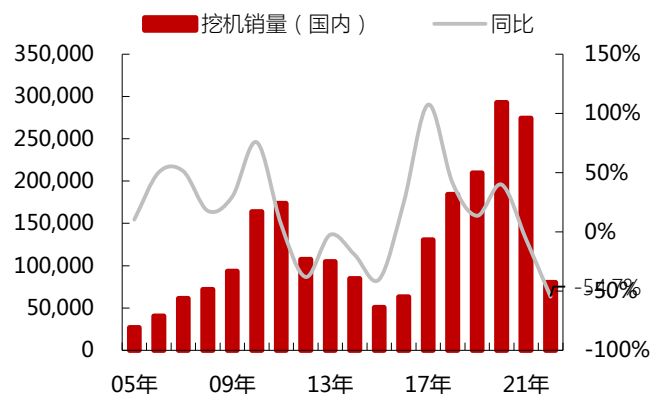
资料来源：工程机械协会，民生证券研究院

图 4：2018-至今挖掘机出口销量月度同比



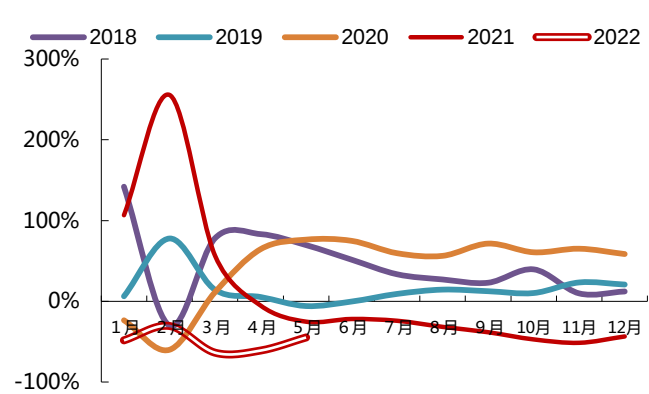
资料来源：工程机械协会，民生证券研究院

图 5：2005-至今挖掘机国内销量（台）



资料来源：工程机械协会，民生证券研究院

图 6：2018-至今挖掘机国内销量月度同比



资料来源：工程机械协会，民生证券研究院

表 1：挖机销量台数及同比情况（国内+出口）

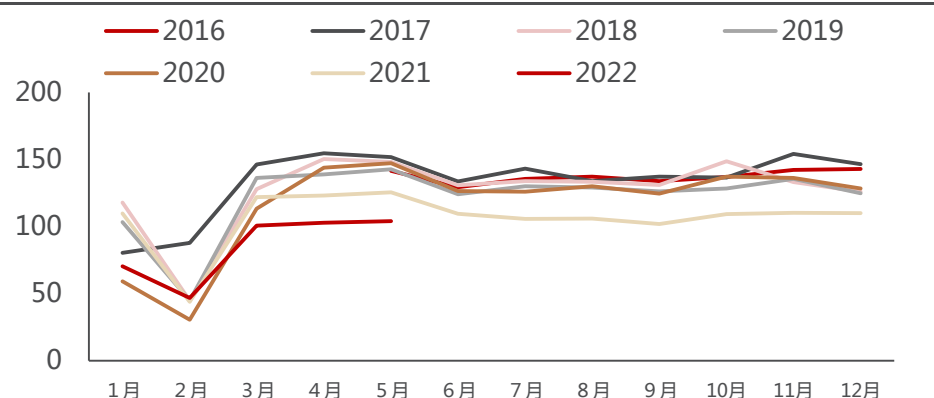
国内+出口销量（台）													
年份	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12	合计
11A	11,121	20,570	44,150	27,058	14,288	10,443	7,665	7,864	8,868	8,922	8,908	8,495	178,352
12A	5,221	15,618	23,248	15,370	10,870	8,287	5,886	5,495	5,905	5,921	6,657	7,105	115,583
13A	4,999	6,059	21,764	16,257	11,547	8,328	6,351	6,221	6,837	7,447	8,004	8,590	112,404
14A	4,533	9,410	20,075	12,910	7,965	6,311	4,616	4,494	4,559	4,975	5,184	5,475	90,507
15A	3,564	2,614	11,516	8,488	5,370	4,158	3,236	3,016	3,185	3,394	3,860	3,948	56,349
16A	2,950	3,654	13,744	7,159	5,481	4,449	3,664	4,370	5,459	5,816	6,664	6,910	70,320
17A	4,548	14,530	21,389	14,397	11,271	8,933	7,656	8,714	10,496	10,541	13,822	14,005	140,302
18A	10,687	11,113	38,261	26,561	19,313	14,188	11,123	11,588	13,408	15,274	15,877	16,027	203,420
19A	11,756	18,745	44,278	28,410	18,897	15,121	12,346	13,843	15,799	17,027	19,623	20,155	236,000
20A	9,942	9,280	49,408	45,426	31,744	24,625	19,110	20,939	26,034	27,331	32,236	31,530	327,605
21A	19,601	28,305	79,035	46,572	27,220	23,100	17,345	18,075	20,085	18,964	20,444	24,038	342,784
22A	15,607	24,483	37,085	24,532	20,624	-	-	-	-	-	-	-	122,331
销量同比（%）													
年份	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12	合计
11A	38.5%	138.3%	46.5%	23.8%	-12.4%	-11.1%	-14.5%	-11.1%	-23.9%	-27.8%	-38.3%	-38.8%	38.5%
12A	-53.1%	-24.1%	-47.3%	-43.2%	-23.9%	-20.6%	-23.2%	-30.1%	-33.4%	-33.6%	-25.3%	-16.4%	-53.1%
13A	-4.3%	-61.2%	-6.4%	5.8%	6.2%	0.5%	7.9%	13.2%	15.8%	25.8%	20.2%	20.9%	-4.3%
14A	-9.3%	55.3%	-7.8%	-20.6%	-31.0%	-24.2%	-27.3%	-27.8%	-33.3%	-33.2%	-35.2%	-36.3%	-9.3%
15A	-21.4%	-72.2%	-42.6%	-34.3%	-32.6%	-34.1%	-29.9%	-32.9%	-30.1%	-31.8%	-25.5%	-27.9%	-21.4%
16A	-17.2%	39.8%	19.3%	-15.7%	2.1%	7.0%	13.2%	44.9%	71.4%	71.4%	72.6%	75.0%	-17.2%
17A	54.2%	297.6%	55.6%	101.1%	105.6%	100.8%	109.0%	99.4%	92.3%	81.2%	107.4%	102.7%	54.2%
18A	135.0%	-23.5%	78.9%	84.5%	71.4%	58.8%	45.3%	33.0%	27.7%	44.9%	14.9%	14.4%	45.0%
19A	10.0%	68.7%	15.7%	7.0%	-2.2%	6.6%	11.0%	19.5%	17.8%	11.5%	23.6%	25.8%	16.0%
20A	-15.4%	-50.5%	11.6%	59.9%	68.0%	62.9%	54.8%	51.3%	64.8%	60.5%	64.3%	56.4%	38.8%
21A	97.2%	205.0%	60.0%	2.5%	-14.3%	-6.2%	-9.2%	-13.7%	-22.9%	-30.6%	-36.6%	-23.8%	4.6%
22A	-20.4%	-13.5%	-53.1%	-47.3%	-24.2%	-	-	-	-	-	-	-	-39.1%

资料来源：工程机械协会，民生证券研究院

从挖机开工小时数来看,2022M1-M5 开工小时数均低于 2021 年同期月份,3-5 月份受到疫情影响,仅为 100-105 小时,远远低于该时间段正常该有的 120-150 小时的开工小时,受到疫情的影响较明显。

我们参考同为疫情影响下的 2020M1-M3,开工小时数为 59/31/113 小时,随后随着疫情控制得力,Q2 开始开工小时数开始回升至 140 小时以上,今年疫情发生在年后开工旺季,导致目前更多的施工活动积压,随着复工复产很可能看到类似 2020Q2 的反弹幅度。

图 7：我国挖机月度开工小时数

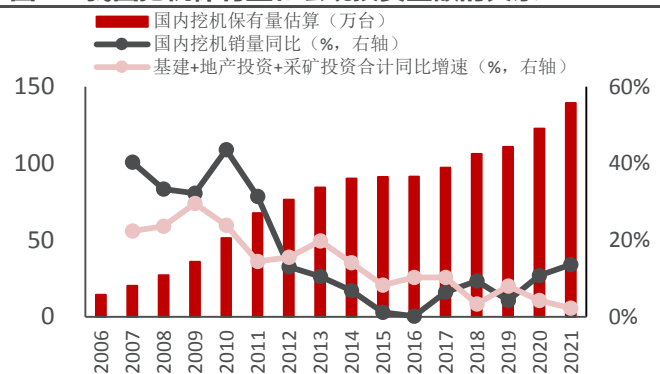


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 从周期角度，目前仍有压力

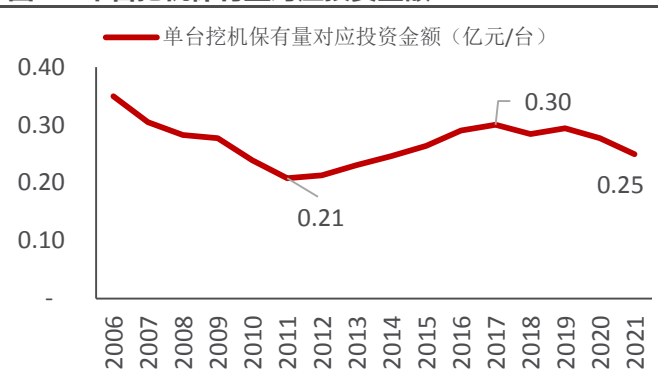
挖机的需求来自施工量(基建+地产+采矿投资),挖机的供应来自保有量,而市场关注的施工量的增加是否能带来新增挖机的销售,核心需要解决的是目前存量挖机的负荷率到了什么位置。从库存周期角度,2020 年疫情扰动下行业又进行了“超额”补库存,按照 9 年使用寿命估算,2021 年底国内挖机保有量约 140 万台,回顾 2006-2021 年挖机保有量与基建+地产投资+采矿投资合计金额关系,可以计算得出 2011 年单台挖机完成投资金额为 0.21 亿元,当年也是上一轮挖机销量的顶部,后该指标一路上行至 2016 年 0.29 亿元附近挖机开始反弹,但因当年投资增速超越挖机保有量增速导致该指标继续上行至 2017 年的 0.3 亿元,后开始进入下行通道,2021 年该指标降至 0.25 亿元,并未到 2016-2017 年的 0.29-0.3 的位置,因此,从周期角度,目前挖机销量仍有一定压力。

图 8：我国挖机保有量和宏观投资金额的关系



资料来源：工程机械协会，民生证券研究院

图 9：单台挖机保有量对应投资金额



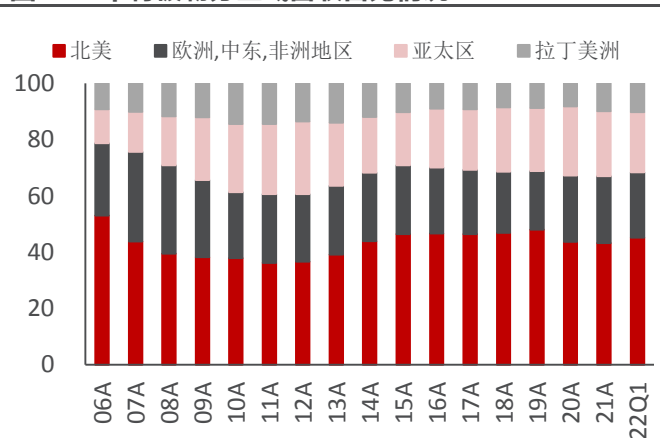
资料来源：工程机械协会，民生证券研究院

1.3 强劲的出口是本轮周期的突出亮点

在国内本轮周期向下的时候，整体表现并未出现大幅恶化主要原因在于海外出口表现超预期，2021 年国内挖机出口 6.84 万台，同比增速达 97%，今年 1-5 月累计出口 4.23 万台，同比增速达 76.1%，我国挖机出口优异的表现源于 3 方面原因：1) 国内挖机的全球竞争力日益凸显；2) 海外后疫情时代需求复苏；3) 中国完整的供应链体系在面对特殊事件冲击时的优势完美体现。

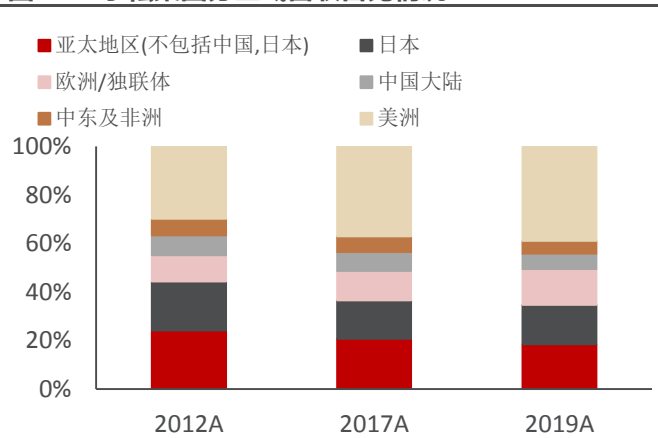
全球化是我国工程机械行业未来发展趋势，我们参考全球工程机械行业龙头卡特彼勒和小松集团的分区域营收来看，卡特作为美国公司，其北美仅贡献了其收入的 45% 附近，欧洲+中东+非洲占了 20%-25%，亚太贡献了 20% 附近，拉美贡献了 10% 附近，全球业务分布均匀；小松集团作为日本企业，其本土贡献收入占比约 15%，美洲贡献近 40%，亚太（除中国、日本）贡献近 20%，欧洲贡献 10%-15%，全球业务分布也较均匀。

图 10：卡特彼勒分区域营收占比情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：小松集团分区域营收占比情况

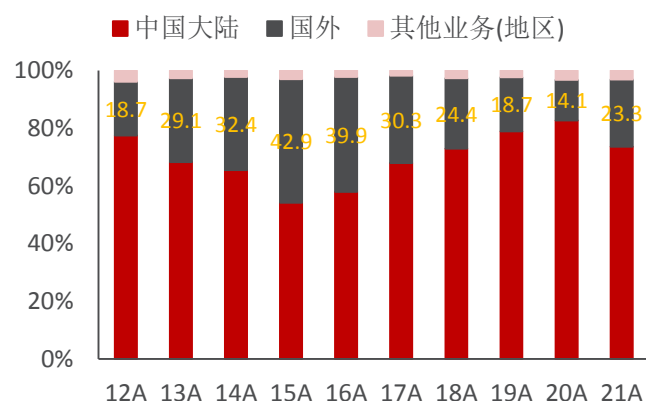


资料来源：Wind，民生证券研究院

而作为国内挖机龙头企业的三一重工，2021 年全球销量超越卡特彼勒，位居

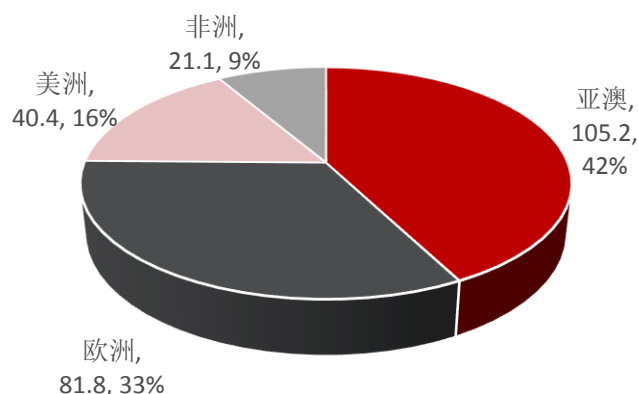
全球第一，但其收入中海外占比仅有 23.3%，绝大部分收入仍由本国贡献，距离全球头部工程机械企业的全球分布仍有较大发挥余地。2021 年全球挖机销量约 62 万台，国内消化 27.4 万台，海外需求约 34.3 万台，欧美日等市场需求相对存量化，波动不大，亚非拉等地区处于城镇化阶段，增长周期更长，因此海外市场的成长周期可能更长且体量大于中国。2021 年我国出口挖机台数合计占海外需求 20%，其中三一重工占比约 6.5%，相比其在国内 30% 的市场份额仍偏低，以三一重工为代表的国内企业的产品性价比优势日益突出，未来海外可发挥的空间较大。

图 12：三一重工分区域营收占比情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：2021 年三一重工分区域营收占比情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

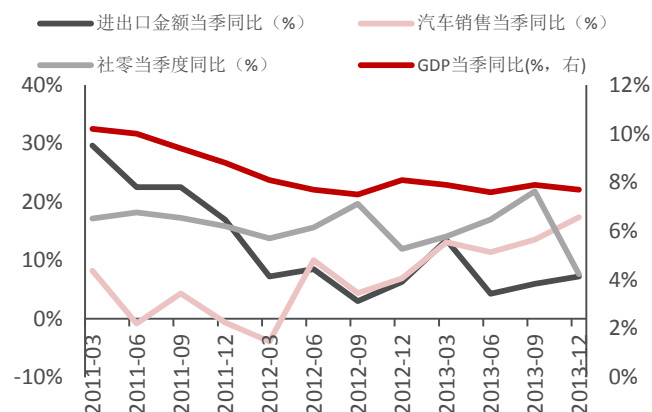
1.4 本轮位置类似 12 年底到 13 年初的阶段

若从目前的阶段来看，可能类似 2012 年底到 2013 年初的情况，属于短期的反弹窗口：

1) 位置相似：2012 年与今年同属挖机高点回落第一年，国内上一轮周期顶点出现在 2011M4，2011M5-2012M10 历经 18 个月的下滑，2012 年整体的高基数压力有所缓解，2012M10 开始挖机同比下滑幅度减弱，类比本轮国内周期高点出现在 2021M3，2021M4-2022M5 累计下滑 14 个季度，且越往后下滑幅度越大，后续的同比下滑压力减小；

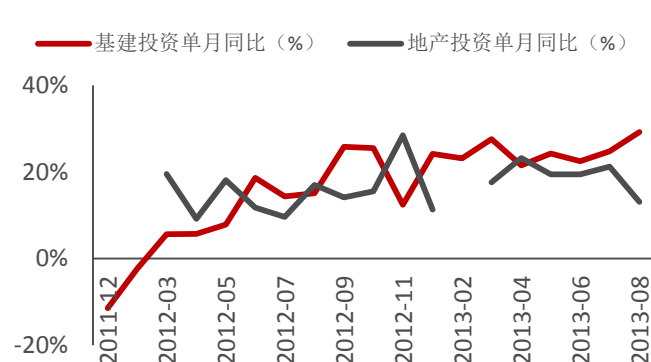
2) 宏观政策相似：2011 年爆发的欧元区主权债务危机及美国失业率居高不下，对我国外贸出口造成较大影响。而我国经济内生增长动力不足，汽车产销量持续在零增长附近徘徊，受家电下乡、以旧换新、节能补贴政策陆续到期影响，主要家电产品产销增速回落，地产调控压制，增速整体无太大变化。国家要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，尽快启动一批事关全局、带动性强的项目，基建投资增速从 2012 年 2 月的 -2.4% 回升至 2013 年 3 月的 25.6%。当下的情况类似，目前地产投资整体压力较大，基建或成为国家拖地经济的发力点。

图 14：2011-2013 年宏观经济指标的季度同比走势



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 15：2011M12-2013M8 基建和地产投资同比增速



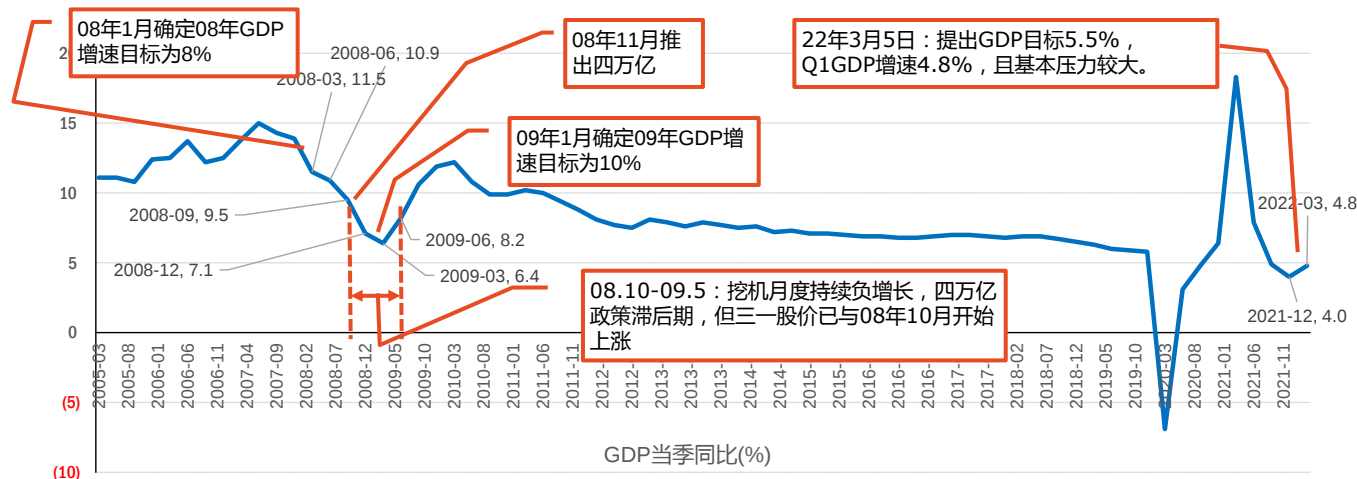
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

1.5 本轮稳增长压力可能类似 08 年底到 09 年

2012-2013 年虽然属于挖机下行周期第一年，但当时的宏观压力并不如现在严峻。2012 年 3 月制定 2012 年 GDP 目标是 7.5%，而四个季度增速分别是 8.1%、7.7%、7.5%、8.1%，轻松完成目标。2013 年 3 月制定 2013 年 GDP 目标是 7.5%，四个季度增速分别是 7.9%、7.6%、7.9%和 7.7%，也是轻松完成。

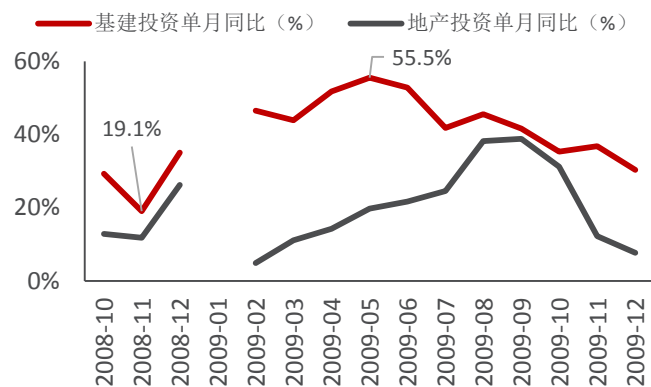
目前的情况是 2022 年 3 月提出 2022 年 GDP 增速目标 5.5%左右，但一季度增速仅为 4.8%，二季度受疫情影响可能增速比较进一步放缓，因此下半年压力较大，该情况类比 2008 年-2009 年，2007 年下半年开始全球金融危机，2008 年我国 GDP 季度增速降速过快，2008 年 10 月发布“四万亿”政策，2009 年 1 月提出当年 GDP 增速目标为 10%，而 Q1 季度增速仅有 6.4%，基建开始发力。

图 16：08 年政策发力与目前的情况对比

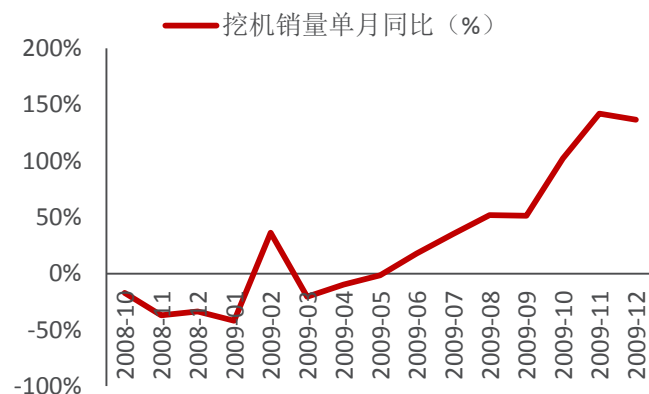


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

2008M10-2009M12, 我国基建投资同比增速从 2008M11 的 19.1% 上行至 2009M5 的 55.5%, 期间地产投资增速也从 2009M2 的低位一路上行, 带动挖机月度销量从 2008M10 的下滑 17% 上行至 2009M12 的同比增 137%。2008-2009 年挖机保有量相比工程量来说并不算太多, 政策刺激下很快见效, 但目前挖机保有量相对较多, 政策刺激下可能传导到销量端周期会更长。

图 17 : 2008M10-2009M12 基建和地产投资增速


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 18 : 2008M10-2009M12 挖机销量单月同比


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

2 投资建议

建议关注行业龙头三一重工和零部件龙头恒立液压。

2.1 三一重工：工程机械龙头，“三化”持续推进

作为工程机械龙头企业，三一的全球竞争力持续提升，数字化+电动化+国家化持续推进，预计将受益本轮反弹。2021 年公司推进 22 家灯塔工厂建设，累计已实现 14 家灯塔工厂建成达产，产能提升 70%、制造周期缩短 50%，工艺整体自动化率大幅提升，北京桩机工厂于 2021 年 9 月成功入选世界经济论坛发布的新一期全球制造业领域灯塔工厂名单，成为全球重工行业首家获认证的灯塔工厂。2021 年公司电动化工程车辆产品销量破千台，销售额近 10 亿元，市场份额均居行业第一。2021 年，国际化取得积极进展，公司实现国际销售收入 248.46 亿元，同比大幅增长 76.16%，其中不含普茨迈斯特的国际销售收入 190.22 亿元，增长 109%；国际收入占营业收入比重 23.4%，同比上升 9.2 个百分点。

考虑到行业挖机销量预期有所调整，调整前期有关三一重工的盈利预测，调整后，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别是 1.16/1.22/1.34 元，对应 PE 分别是 15x/15x/13x，维持“推荐”评级。

风险提示：政策力度低于预期风险、挖机海外出口低于预期风险。

表 2：三一重工盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	106,873	99,491	104,223	110,828
增长率（%）	6.8	-6.9	4.8	6.3
归属母公司股东净利润（百万元）	12,033	9,876	10,372	11,368
增长率（%）	-22.0	-17.9	5.0	9.6
每股收益（元）	1.42	1.16	1.22	1.34
PE	13	15	15	13
PB	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（股价采用 2022 年 6 月 17 日收盘价）

2.2 恒立液压：挖机零部件龙头，经营情况边际改善

公司作为国内挖机零部件龙头，持续开拓非挖领域需求，同时多产品线布局，随着疫情的逐渐缓解，预计公司的排产也将逐渐改善。

考虑到行业挖机销量预期有所调整，调整前期有关恒立液压的盈利预测，调整后，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别是 1.82/2.15/2.59 元，对应 PE 分别是 31x/27x/22x，维持“推荐”评级。

风险提示：政策力度低于预期风险、挖机海外出口低于预期风险。

表 3：恒立液压盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9,309	8,427	9,623	11,643
增长率（%）	18.5	-9.5	14.2	21.0
归属母公司股东净利润（百万元）	2,694	2,371	2,805	3,385
增长率（%）	19.5	-12.0	18.3	20.7
每股收益（元）	2.06	1.82	2.15	2.59
PE	28	31	27	22
PB	8.1	6.4	5.1	4.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（股价采用 2022 年 6 月 17 日收盘价）

3 风险提示

1) 政策力度低于预期风险。挖机需求主要来自基建、地产和采矿，目前地产投资仍处于下滑趋势，可能存在基建、地产、采矿投资增速低于预期的情况。

2) 保有量估算失误风险。挖机保有量数据较难评估，这里采用的是前 9 年新增销量的合计值，仅为估算数据，如果实际保有量超过该数据，存在政策端发力可能仍看不到挖机销量增速转正的风险。

3) 海外出口低于预期风险。2021 年以来我国挖机出口表现异常强劲，主要与海外需求恢复、海外同行供应链恢复较慢及国内挖机竞争力提升有关，但随着海外竞争对手的供货逐渐修复以及海外需求弹性释放逐渐减小，可能存在海外出口增速低于预期的风险。

三一重工财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	106,873	99,491	104,223	110,828
营业成本	78,981	73,967	77,566	82,095
营业税金及附加	422	393	412	438
销售费用	6,699	6,467	6,774	7,204
管理费用	2,771	2,985	3,127	3,325
研发费用	6,509	6,467	6,774	7,204
EBIT	12,515	9,212	9,569	10,563
财务费用	-125	-220	-339	-337
资产减值损失	-5	-10	-11	-12
投资收益	1,045	973	1,019	1,084
营业利润	13,807	11,324	11,894	13,041
营业外收支	49	49	49	49
利润总额	13,856	11,372	11,943	13,089
所得税	1,530	1,256	1,319	1,446
净利润	12,326	10,116	10,624	11,644
归属于母公司净利润	12,033	9,876	10,372	11,368
EBITDA	14,617	11,409	12,786	14,054

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	14,812	18,007	22,924	30,003
应收账款及票据	20,169	18,026	18,889	20,115
预付款项	748	701	735	778
存货	18,463	17,281	18,121	19,179
其他流动资产	39,528	39,321	39,453	39,638
流动资产合计	93,719	93,335	100,122	109,713
长期股权投资	2,333	2,333	2,333	2,333
固定资产	13,295	20,098	31,881	38,390
无形资产	3,881	3,881	3,881	3,881
非流动资产合计	44,838	52,641	58,424	62,933
资产合计	138,557	145,975	158,546	172,645
短期借款	5,778	5,800	5,800	5,800
应付账款及票据	28,560	26,747	28,048	29,686
其他流动负债	27,094	26,188	26,833	27,651
流动负债合计	61,432	58,735	60,681	63,137
长期借款	9,603	9,603	9,603	9,603
其他长期负债	2,426	2,426	2,426	2,426
非流动负债合计	12,029	12,029	12,029	12,029
负债合计	73,461	70,764	72,710	75,166
股本	8,493	8,493	8,493	8,493
少数股东权益	1,404	1,644	1,896	2,172
股东权益合计	65,095	75,211	85,836	97,479
负债和股东权益合计	138,557	145,975	158,546	172,645

资料来源：三一重工公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力（%）				
营业收入增长率	6.81	-6.91	4.76	6.34
EBIT 增长率	-28.42	-26.39	3.87	10.38
净利润增长率	-22.04	-17.93	5.02	9.60
盈利能力（%）				
毛利率	26.10	25.65	25.58	25.93
净利润率	11.53	10.17	10.19	10.51
总资产收益率 ROA	8.68	6.77	6.54	6.58
净资产收益率 ROE	18.89	13.42	12.36	11.93
偿债能力				
流动比率	1.53	1.59	1.65	1.74
速动比率	1.02	1.08	1.15	1.24
现金比率	0.24	0.31	0.38	0.48
资产负债率（%）	53.02	48.48	45.86	43.54
经营效率				
应收账款周转天数	67.13	67.13	67.13	67.13
存货周转天数	85.32	85.32	85.32	85.32
总资产周转率	0.77	0.68	0.66	0.64
每股指标（元）				
每股收益	1.42	1.16	1.22	1.34
每股净资产	7.66	8.86	10.11	11.48
每股经营现金流	1.40	1.48	1.56	1.69
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	13	15	15	13
PB	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.67	13.39	11.56	10.02
股息收益率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	12,326	10,116	10,624	11,644
折旧和摊销	2,102	2,197	3,217	3,492
营运资金变动	-1,157	100	-714	-868
经营活动现金流	11,904	12,543	13,238	14,331
资本开支	-9,977	-9,881	-8,878	-7,873
投资	-2,158	0	0	0
投资活动现金流	-9,288	-8,908	-7,859	-6,789
股权募资	346	0	0	0
债务募资	4,180	22	0	0
筹资活动现金流	-1,315	-440	-462	-462
现金净流量	1,284	3,195	4,917	7,079

恒立液压财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9,309	8,427	9,623	11,643
营业成本	5,212	4,695	5,268	6,424
营业税金及附加	78	70	80	97
销售费用	112	126	144	175
管理费用	227	253	289	349
研发费用	636	590	674	815
EBIT	3,045	2,693	3,168	3,783
财务费用	89	79	78	63
资产减值损失	-67	-70	-75	-80
投资收益	7	6	7	9
营业利润	3,056	2,689	3,183	3,844
营业外收支	12	12	12	12
利润总额	3,068	2,701	3,195	3,856
所得税	369	325	384	464
净利润	2,699	2,376	2,810	3,392
归属于母公司净利润	2,694	2,371	2,805	3,385
EBITDA	3,451	3,119	3,630	4,276

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,643	5,642	8,240	11,308
应收账款及票据	1,508	1,385	1,584	1,916
预付款项	160	144	162	197
存货	1,607	1,447	1,624	1,980
其他流动资产	2,229	2,743	2,881	3,113
流动资产合计	9,146	11,362	14,490	18,515
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,580	2,653	2,642	2,549
无形资产	267	267	267	267
非流动资产合计	3,186	3,259	3,248	3,155
资产合计	12,332	14,621	17,737	21,670
短期借款	182	232	232	232
应付账款及票据	1,188	1,070	1,201	1,464
其他流动负债	1,320	1,233	1,333	1,530
流动负债合计	2,691	2,534	2,765	3,225
长期借款	44	44	44	44
其他长期负债	358	358	358	358
非流动负债合计	402	402	402	402
负债合计	3,093	2,936	3,167	3,627
股本	1,305	1,305	1,305	1,305
少数股东权益	44	48	54	61
股东权益合计	9,239	11,685	14,571	18,042
负债和股东权益合计	12,332	14,621	17,737	21,670

资料来源：恒立液压公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力（%）				
营业收入增长率	18.51	-9.48	14.19	21.00
EBIT 增长率	9.66	-11.55	17.65	19.43
净利润增长率	19.51	-11.97	18.28	20.69
盈利能力（%）				
毛利率	44.01	44.29	45.26	44.83
净利润率	28.99	28.19	29.20	29.13
总资产收益率 ROA	21.84	16.22	15.81	15.62
净资产收益率 ROE	29.29	20.38	19.32	18.82
偿债能力				
流动比率	3.40	4.48	5.24	5.74
速动比率	2.74	3.85	4.59	5.06
现金比率	1.35	2.23	2.98	3.51
资产负债率（%）	25.08	20.08	17.85	16.74
经营效率				
应收账款周转天数	43.60	43.60	43.60	43.60
存货周转天数	112.52	112.52	112.52	112.52
总资产周转率	0.75	0.58	0.54	0.54
每股指标（元）				
每股收益	2.06	1.82	2.15	2.59
每股净资产	7.08	8.95	11.16	13.82
每股经营现金流	2.14	2.35	2.33	2.65
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	28	31	27	22
PB	8.1	6.4	5.1	4.1
EV/EBITDA	20.68	22.26	18.41	14.91
股息收益率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,699	2,376	2,810	3,392
折旧和摊销	407	427	462	493
营运资金变动	-468	214	-275	-466
经营活动现金流	2,796	3,061	3,043	3,463
资本开支	-562	-489	-439	-389
投资	-420	-616	0	0
投资活动现金流	-932	-1,098	-432	-380
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-286	49	0	0
筹资活动现金流	-714	37	-14	-14
现金净流量	1,025	2,000	2,597	3,068

插图目录

图 1：2005-至今挖掘机销量（台）	3
图 2：2018-至今挖掘机销量月度同比	3
图 3：2005-至今挖掘机出口销量（台）	3
图 4：2018-至今挖掘机出口销量月度同比	3
图 5：2005-至今挖掘机国内销量（台）	4
图 6：2018-至今挖掘机国内销量月度同比	4
图 7：我国挖机月度开工小时数	5
图 8：我国挖机保有量和宏观投资金额的关系	6
图 9：单台挖机保有量对应投资金额	6
图 10：卡特彼勒分区域营收占比情况	6
图 11：小松集团分区域营收占比情况	6
图 12：三一重工分区域营收占比情况	7
图 13：2021 年三一重工分区域营收占比情况	7
图 14：2011-2013 年宏观经济指标的季度同比走势	8
图 15：2011M12-2013M8 基建和地产投资同比增速	8
图 16：08 年政策发力与目前的情况对比	8
图 17：2008M10-2009M12 基建和地产投资增速	9
图 18：2008M10-2009M12 挖机销量单月同比	9

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1：挖机销量台数及同比情况（国内+出口）	4
表 2：三一重工盈利预测	10
表 3：恒立液压盈利预测	11
三一重工财务报表数据预测汇总	13
恒立液压财务报表数据预测汇总	14

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001