

机械设备行业

工程机械：价量齐升拉动盈利，景气确定提升估值水平

增持（维持）

2020年05月15日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

投资要点

■ 供需缺口下价量齐升拉动盈利

供给缺口下，4月工程机械产品呈现价量齐升。2020年4月挖机销量45426台，同比+59.9%，其中国内43371台，同比+64.5%；出口2055台，同比+0.9%。4月以来，中联、三一等国主要工程机械制造商陆续发布提价通知，涨价产品涵盖混凝土泵车、挖掘机和起重机等主要工程机械产品，既反应了去年产品降价后的盈利修复，也反应了供不应求的市场格局。

供给端收紧：（1）零部件够硬缺口，（2）产品交货周期压缩。欧洲疫情影响大，对部分核心零部件采购造成影响，成本有一定提升。疫情下推迟复工复产，工程机械需求推迟至3月以后，造成制造商交货周期缩短，对产能造成一定压力。龙头企业基于供应链、产能优势，份额有望进一步聚焦。

需求端持续旺盛：（1）基建信号持续超预期；（2）产品更新替换高峰期；（3）出口现实需求仍在。本轮复苏周期由机器代人、更新环保及出口等长期需求，而非强政策刺激拉动。需求内在持续性高，政策释放周期拉长，行业高景气确定。基于国内市场国产化及强者恒强趋势，国产龙头的市场份额有望进一步聚焦。

■ 确定性溢价及龙头溢价提升估值水平

行业景气确定性拉长，确定性溢价上行。相对上轮复苏周期而言，本轮周期复苏逻辑改变。虽然同处于宏观经济萧条背景下，但政策释放周期明显拉长，并且行业上行逻辑由机器代人、更新环保及出口等长期内在需求拉动，行业强周期属性进一步弱化，高景气度确定性拉长，带来行业确定性溢价上升。

业绩抗周期性增强，龙头溢价有望上行。相对海外工程机械龙头，内资龙头具备更强的全球扩张实力与竞争优势。随着国产龙头全球化稳步推进，其海外收入比重长期稳定增长，公司收入对中国宏观经济的依存度将有所下降，业绩释放稳定性增强，PE估值有望显著提升。国产龙头业绩增长率显著高于海外龙头，盈利质量边际优化空间大，业绩持续增长可期，估值水平有望进一步提升。

■ 核心观点：价量齐升拉动盈利，景气确定提升估值水平

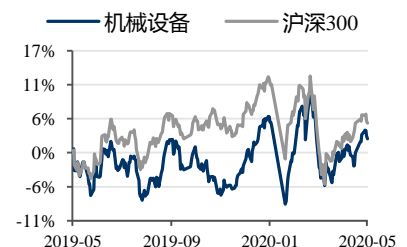
我们认为，供需缺口下价量齐升拉动盈利，确定性溢价及龙头溢价提升估值水平。一方面，随着工程机械行业供需缺口持续扩大，价量齐升的态势有望持续，龙头市占率有望延续稳步提升趋势，带来盈利水平提升。另一方面，确定性溢价及龙头溢价拉动下，龙头估值有望上行。（1）本轮工程机械上行逻辑由机器代人、更新环保及出口等内在需求拉动，稳增长政策释放周期拉长背景下，行业强周期属性进一步弱化，高景气度确定性拉长，带来行业确定性溢价上升；（2）由于业绩成长性+抗周期性增强，我们认为国产龙头估值被显著低估，未来龙头溢价存在进一步上行空间。

■ 投资建议

重点推荐【三一重工】：全系列产品线竞争优势、龙头集中度不断提升；出口不断超预期；行业龙头估值溢价。**【恒立液压】**国内液压行业龙头，海外拓展+泵阀全面放量，增长可期。**【中联重科】**起重机、混凝土机龙头，混凝土机刚开始更新周期，塔机销量有望继续超预期。**【浙江鼎力】**高空作业平台龙头，臂式放量可期。**建议关注柳工、中国龙工。**

风险提示：全球疫情影响持续；政策力度不及预期；下游开工不及预期。

行业走势



相关研究

- 1、《机械设备行业：4月挖机销量同比+60%旺季来临，Q2需求有望持续释放》2020-05-12
- 2、《机械设备：工程机械销量排产持续旺盛，光伏下游需求边际改善明显》2020-05-10
- 3、《工程机械2019年报及2020Q1总结：业绩持续高增，景气确定性拉长》2020-05-07

表 1：重点公司估值

代码	公司	收盘价 (元)	净利润 (亿元)			PE			投资评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600031	三一重工	19.31	135	150	164	12	11	10	买入
601100	恒立液压	72.52	16	18.6	20.7	40	34	31	买入
000157	中联重科	6.84	51.6	59.2	66.4	10	9	8	买入
603338	浙江鼎力	92.00	8	10.3	11.7	40	31	27	买入

资料来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2020 年 5 月 15 日收盘价，净利润及对应 PE 为东吴预测）

内容目录

1. 4月工程机械实现价量齐升，供需缺口扩大	5
1.1. 4月国内工程机械销售实现价量齐升	5
1.2. 供给收紧：零部件供应缺口，交货周期压缩	6
1.3. 需求旺盛：基建催化不断，产品更新高峰，全球化稳步推进	7
1.3.1. 基建政策信号逐渐明朗，国产龙头迎来机遇	7
1.3.2. 环保政策趋严，存量市场加速淘汰与升级	11
1.3.3. 全球化稳步推进，海外市场长期乐观	13
2. 确定性溢价及龙头溢价提升估值水平	14
2.1. 行业景气确定性拉长，确定性溢价上行	14
2.2. 业绩抗周期性成长增强，龙头溢价有望上行	14
3. 核心观点：价量齐升拉动盈利，景气确定提升估值水平	17
4. 投资建议	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 2020 年 4 月挖机销量 45426 台, 同比+59.9%	5
图 2: 2020 年 1-4 月挖机累计销量 11 万台, 同比+10.5%	5
图 3: 4 月国内小/中/大挖销量占比分别为 61.3%/26.6%/12.1%	5
图 4: 三大需求对 GDP 当季同比的拉动 (%)	7
图 5: 2020 年政府专项债发行规模扩大 (亿元)	8
图 6: 2020 年 1 月-3 月中旬专项债资金 85.4% 流向基建	8
图 7: 2020 年 1-4 月全国各地发行新增专项债券 1.24 万亿元, 下放速度加快	8
图 8: 2020 年 1-3 月累计基建投资增速同比-16.4%, 后续政策落地增速有望显著提升	9
图 9: 2020 年 4 月国产品牌累计市占率升至 69%, 同比+5pct	10
图 10: 2019 年国内挖机 CR3 升至 80%, 同比+2pct, 强者恒强趋势延续	10
图 11: 按照 6-10 年更新周期, 2018-2020 年为挖机更新换代高峰期 (单位: 台)	12
图 12: 按 8-10 年的更新周期, 叠加环保因素, 2018-2020 年为起重机更新高峰 (单位: 台)	12
图 13: 泵车的更新周期在 10 年以上, 叠加环保因素, 2020 年刚开始进入更新高峰期 (单位: 台)	13
图 14: 2020 年 1-4 月挖机累计出口 9408 台, 同比+25.7%, 出口占比 9.0%	13
图 15: 本轮工程机械复苏周期由内在需求拉动, 强政策与强周期属性弱化	14
图 16: 内资龙头资产负债率水平较低 (单位: %)	15
图 17: 内资龙头经营性现金流净额/带息债务比率较高	15
图 18: 2016 年以来国内市场增长迅速, 国产龙头海外收入占比有所下滑	15
图 19: 国产龙头营业收入 CAGR 高于海外龙头	16
图 20: 国产龙头归母净利润 CAGR 高于海外龙头	16
图 21: 2019 年工程机械板块总体毛利率 26.6%, 同比+1.8pct	17
图 22: 工程机械分析框架及关注变量	17
表 1: 重点公司估值	2
表 2: 4 月以来国内工程机械制造商产品涨价时间表	6
表 3: 2020 年重大项目投资计划清单 (亿元)	7
表 4: 2020 年 4 月 30 日基建 REITs 试点政策正式落地	9
表 5: 2018 年底工程机械主要产品国内市场保有量	11
表 6: 工程机械相关排放标准实施时间表	11

1. 4月工程机械实现价量齐升，供需缺口扩大

1.1. 4月国内工程机械销售实现价量齐升

4月挖机销量同比+59.9%旺季来临，小挖继续引领行业增长。2020年4月挖机销量45426台，同比+59.9%，其中国内43371台，同比+64.5%；出口2055台，同比+0.9%。2020年1-4月合计销售114056台，同比+10.5%扭负转正。其中国内104648台，同比+9.3%扭负为正；出口9408台，同比+25.7%，在总销量中占比9.0%有所下降。

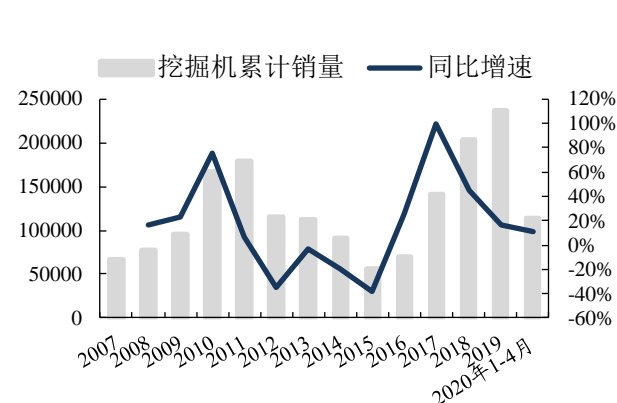
国内市场分吨位来看，4月小挖(0-20吨)销量26,579台，同比+67.6%；中挖(20-30吨)销量11,553台，同比+65.1%；大挖(>30吨)销量5,239台，同比+49.0%。小挖继续引领行业增长。4月国内小挖/中挖/大挖销量占比分别61.3%/26.6%/12.1%，同比+1.3pct/-0.4pct/-0.9pct。长期来看，机器人需求带动下小(微)挖占比仍会提升。短期来看，随着北方尤其是西北矿山采掘等需求的恢复，我们预计后面中大挖需求会逐渐释放。

图1：2020年4月挖机销量45426台，同比+59.9%



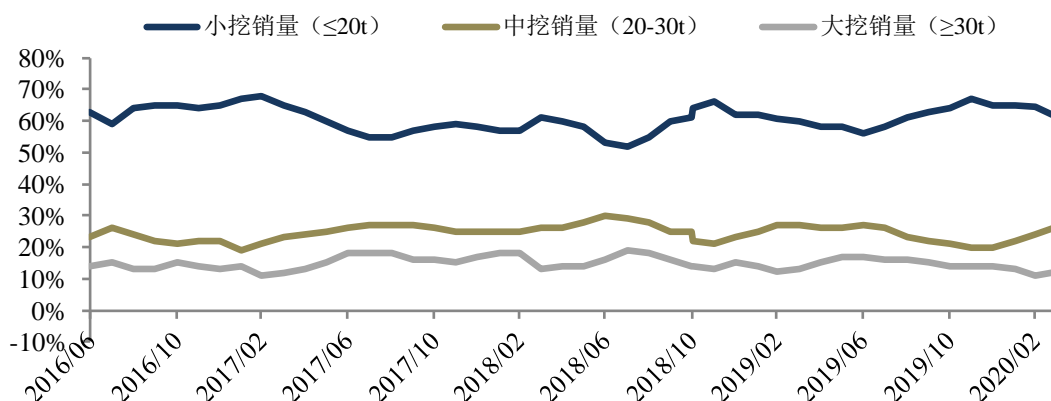
数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

图2：2020年1-4月挖机累计销量11万台，同比+10.5%



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

图3：4月国内小/中/大挖销量占比分别为61.3%/26.6%/12.1%



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

4月工程机械制造商陆续发布提价通知，行业供需缺口扩大。4月以来，中联、三一国内主要工程机械制造商陆续发布提价通知。挖机方面，三一、徐工小挖涨价10%，中大挖涨价10%；泵车方面，三一、中联价格全面上调5%-10%。涨价产品涵盖混凝土泵车、挖掘机、起重机和装载机等主要工程机械产品，既反应了去年产品降价后盈利水平的修复，也反映了当前行业供不应求的市场格局。

表 2：4 月以来国内工程机械制造商产品涨价时间表

企业	公告时间	产品	上调幅度
中联重科	4月2日	混凝土泵车	全面上调 5%-10%
	4月上旬	挖掘机	平均提价 5% 左右
柳工			3T 装载机：上调 3000 元/台
	4月12日	装载机	5T 装载机：上调 5000 元/台
			6T 以上装载机：上调 10000 元/台
山河智能	4月9日	挖掘机	全面上调 5%-10%
			全面上调 5 万元/台
三一重工	4月9日	混凝土泵车	全面上调 5%-10%
	4月11日	挖掘机	小挖上调 10% ，中大挖上调 5%
徐工机械	4月10日	挖掘机	小挖上调 10% ，中大挖上调 5%
雷沃重工	4月13日	挖掘机	小挖上调 10% ，中大挖上调 5%
柳工	4月13日	汽车起重机	价格上调 5%-10% 不等
			10T 以下小挖：上调 2 万元/台
山东临工	4月14日	挖掘机	10T-30T 中挖：上调 3 万元/台
			30T 以上大挖：上调 5 万元/台
		装载机	上调 0.5 万元/台

数据来源：Mysteel，东吴证券研究所

1.2. 供给收紧：零部件供应缺口，交货周期压缩

零部件采购收紧，龙头基于供应链优势有望进一步提升份额。疫情对零部件影响主要有以下三个方面：（1）海外零部件供应存在短期缺口。目前，日本、韩国等亚洲疫情相对控制较好，出现紧张的局面主要表现在欧洲配件产品方面，多家工程机械主机企业、配套件企业相继宣布关闭部分工厂。随着海外疫情得到控制，行业进口配件紧张形势有望得到缓解。（2）加速零部件国产替代。疫情下工程机械制造商开始寻找国内配件供应商，既为了缓解可能发生的海外供应链缺口，也是为了加大战略布局降低发展风险。（3）企业自制零部件比例趋于提高。三一、中联与徐工都保持着相当部分的零部件自制比例，例如三一的底盘、油缸、液压件等质量和产量都比较高，但为了供应链稳定、技术合作等方面的考虑，企业一般仍会保持较大的外购比例。行业供不应求及零部件短缺的背景下，龙头企业基于零部件供应链、库存和自制方面优势，有利于进一步聚焦市场份额。

产品交货周期压缩,龙头基于产能优势份额有望进一步提升。疫情影响下推迟复工,工程机械需求延后。随着复工复产推进,行业需求出现集中释放、3月/4月挖机销量分别达到4.9万/4.5万台,工程机械产品交货周期受到压缩的背景下,部分龙头厂商月产能达到1万台以上。正常情况下,国内工程机械行业一年产能约为40万台左右,平均每个月约为3万~4万台,供求旺盛叠加交货周期压缩,行业产能具有一定供给缺口,龙头厂商基于产能优势份额有望进一步聚焦。

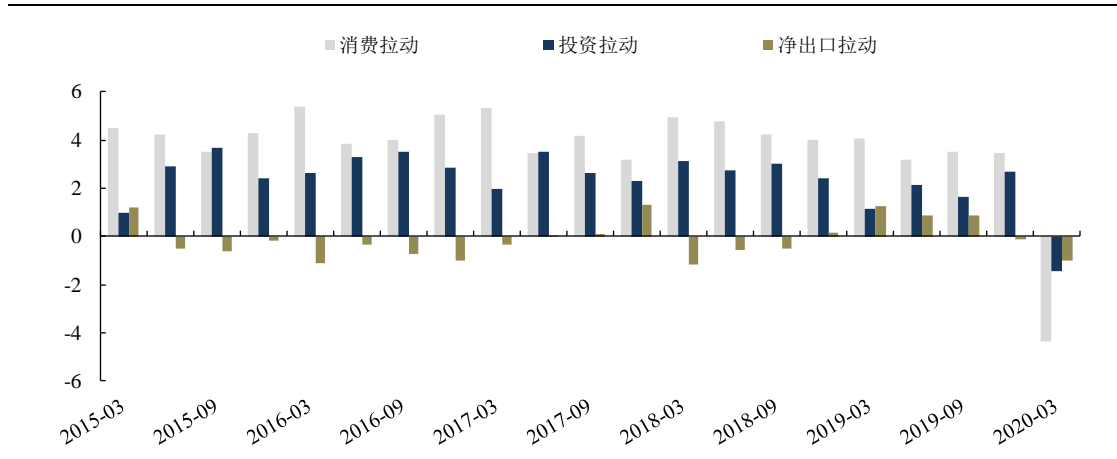
1.3. 需求旺盛：基建催化不断，产品更新高峰，全球化稳步推进

相对上轮复苏周期而言,本轮复苏由机器人、更新环保及出口等长期需求,而非强政策刺激拉动。需求内在持续性高,政策释放周期拉长,行业强周期属性进一步弱化。未来几年工程机械大概率行业不会重现2008-2011年大起大落格局。

1.3.1. 基建政策信号逐渐明朗，国产龙头迎来机遇

消费端与出口端压力较大,基建政策信号逐渐明朗化。19年底的中央经济工作会议奠定了今年“稳增长”的基调;今年2月,中央政治局会议及国务院常务会议对加强经济调节调度进一步作出表态。新冠疫情影响下,我国经济下行压力加大,一季度GDP同比-6.8%,消费/投资/净出口对GDP拉动作用分别为-4.36%/-1.46%/-0.98%。海外疫情蔓延下出口与消费形势仍较为严峻,与此同时拉动基建稳增长的政策信号日渐明朗化,持续拉动工程机械需求预期。

图4：三大需求对GDP当季同比的拉动（%）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

2月中旬以来,江苏省、河南省、北京市、云南省、福建省、重庆市和江西省陆续发布了2020年重大项目投资计划清单,投资项目主要涉及基建、民生和产业转型领域,其中基建项目占据大头。据我们不完全统计,十一省市投资清单涉及的总投资额已合计超22万亿元,其中计划本年完成投资近4万亿元。

表3：2020年重大项目投资计划清单（亿元）

	江苏	河南	北京	云南	福建	重庆	河北	浙江	黑龙江	四川	宁夏
总投资（亿元）	5410	33000	2523	36000	38400	27000	18833	8864	8856	44000	2268

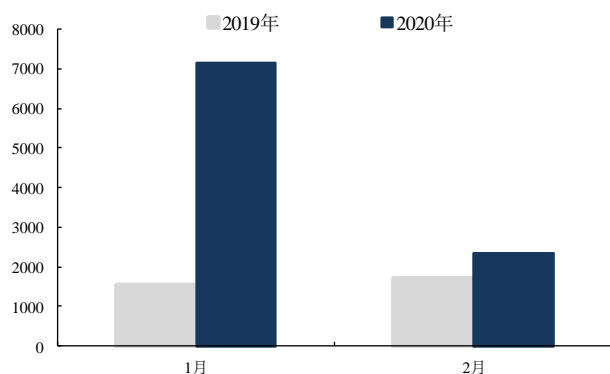
计划本年完成投资
(亿元)

5410 8372 2523 4400 5005 3400 2410.1 1000 2000 6000 510

数据来源：各地方政府官网，东吴证券研究所整理

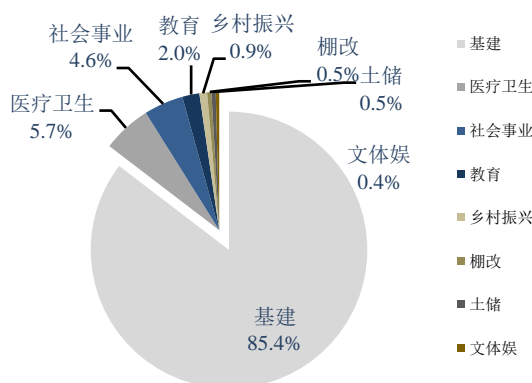
3月27日政治局会议召开，财政扩张上主要做了三点具体部署：“提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模”。由于特别国债和地方政府专项债并不纳入财政赤字率，因此这三个政策相对独立，可以视为利好基建政策的“三板斧”。我们预计，为支持5%左右GDP增长率，今年财政赤字大概率会突破3%，而政府赤字率上升也往往带来基建投资上行；特别国债总规模将不低于2007年的1.55万亿元，总量或在1.8万亿~2万亿元附近，其中基建作为稳增长手段是一个重要投放领域；地方专项债规模与基建比例齐升，有望带动基建投资1.5万亿元增量。

图5：2020年政府专项债发行规模扩大（亿元）



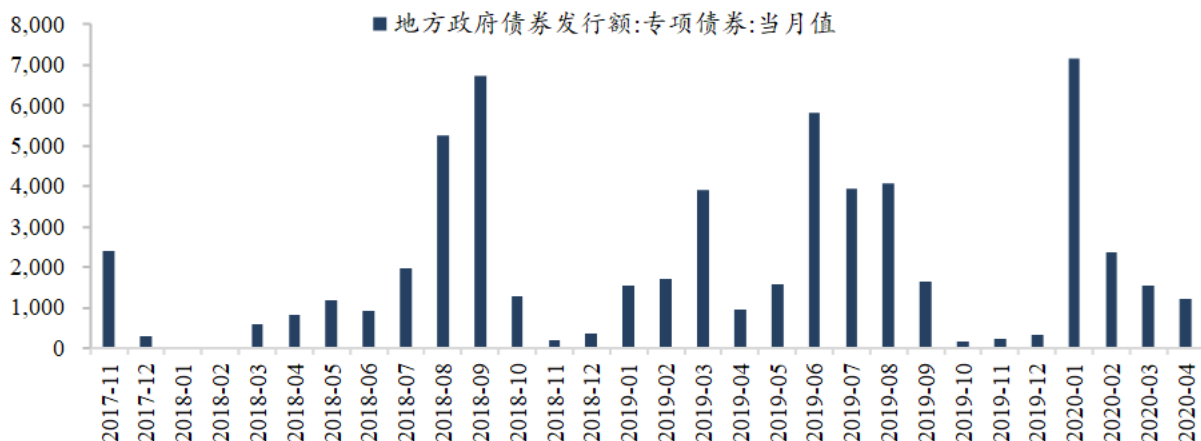
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2020年1月-3月中旬专项债资金85.4%流向基建



数据来源：Wind，中债信息网，东吴证券研究所

图7：2020年1-4月全国各地发行新增专项债券1.24万亿元，下放速度加快



数据来源：财政部，东吴证券研究所

4月30日，基建REITs试点政策正式出台。基建REITs可作为扩张性财政政策与

货币政策的补充，盘活存量基建资产撬动投资资金，保障投资对经济的稳定和托底作用，是政策鼓励的方向之一。

表 4：2020 年 4 月 30 日基建 REITs 试点政策正式落地

日期	部门/人员	相关文件/会议
2016 年 12 月 26 日	发改委、证监会	《推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》
2017 年 6 月 27 日	财政部、央行、证监会	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》
2019 年 6 月 27 日	国家发改委投资司副司长韩志峰	2019 年中国 REITs 论坛年会
2019 年 12 月 17 日	证监会债券监管部副主任刘蓉	2019 年（第十一次）卓越竞争力金融峰会
2020 年 1 月 16 日	证监会	2020 年系统工作会议
2020 年 4 月 30 日	发改委、证监会	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》

数据来源：各部委官网，东吴证券研究所

基建政策催化不断，行业景气确定性拉长，利好国产龙头盈利快速增长。疫情下基建项目支持力度加大，上游工程机械内在需求持续性预期明显增强，工程机械行业景气确定性拉长。2020 年 1-3 月累计基建投资增速同比-16.4%，后续政策落地，基建增速有望显著提升。我们认为，政策拉动下全年基建投资有望达到 1.5-2 万亿增量，预计 2020 年基建投资增速为 8-10%，行业下游需求有望持续释放，景气确定性拉长，并且国产龙头市场份额有望进一步聚焦：

（1）相对卡特彼勒、小松等海外制造商而言，国产制造商受益于国内市场提前复苏，在库存及排产方面准备更为充分，工程机械国产化进程或将加速。2020 年 4 月国产品牌市占率进一步提升至 69%，同比+5pct。

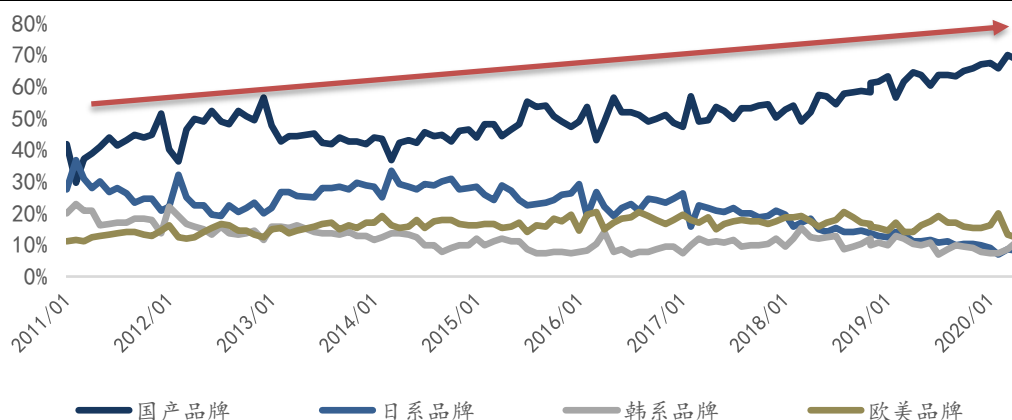
（2）龙头强者恒强趋势延续，利好国产龙头制造商实现快速增长。2019 年国内挖机 CR3 为 80%，同比+2pct，行业强者恒强格局不变。

图 8：2020 年 1-3 月累计基建投资增速同比-16.4%，后续政策落地增速有望显著提升



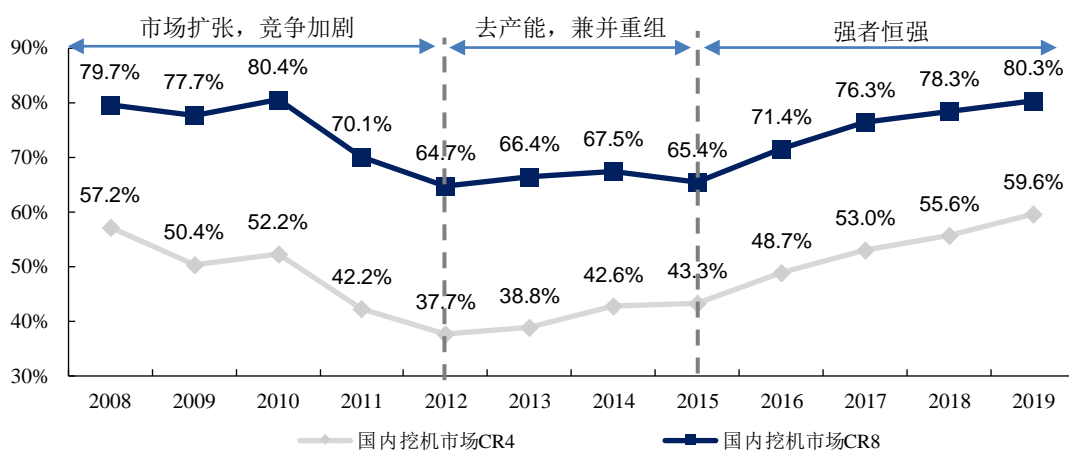
数据来源:国家统计局, 东吴证券研究所

图 9: 2020 年 4 月国产品牌累计市占率升至 69%, 同比+5pct



数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图 10: 2019 年国内挖机 CR3 升至 80%, 同比+2pct, 强者恒强趋势延续



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

1.3.2. 环保政策趋严，存量市场加速淘汰与升级

国内工程机械产品保有量大，进入自然寿命淘汰替换高峰阶段。一般工程机械的自然使用寿命一般在 6-10 年不等，不同使用工况下会有较大差异。2018 年底国内工程机械行业主要产品保有量约为 700 万台左右，未来旧机换新将成为重要市场需求之一，设备更新需求带来的消费量可观。

表 5：2018 年底工程机械主要产品国内市场保有量

工程机械产品	国内市场保有量
液压挖掘机	150-162 万台
装载机	158-171 万台
混凝土机械	52.55-56.09 万台
起重机械	21-23 万台
压路机	12.3-13.3 万台
推土机	6.8-7.36 万台
平地机	3.05-3.31 万台
摊铺机	2.07-2.25 万台
塔机	41.7-45.2 万台
叉车	224-242 万台
合计	671-725 万台

数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

环保核查趋严，排放标准不断升级。2019 年 2 月 20 日，生态环境部在《非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法（中国第三、四阶段）修改单（征求意见稿）》中明确了非道路机械国三切换国四标准的时间点是 2020 年 12 月 1 日；道路机械方面，北京、天津、河北、广东等地已明确提出 2019 年 7 月 1 日起实施国六标准。而根据国务院《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，2019 年底前重点区域非道路移动机械低排放控制区将完成划定，高排放非道路移动机械将受到严格管控，不达标者将接受改造或淘汰。

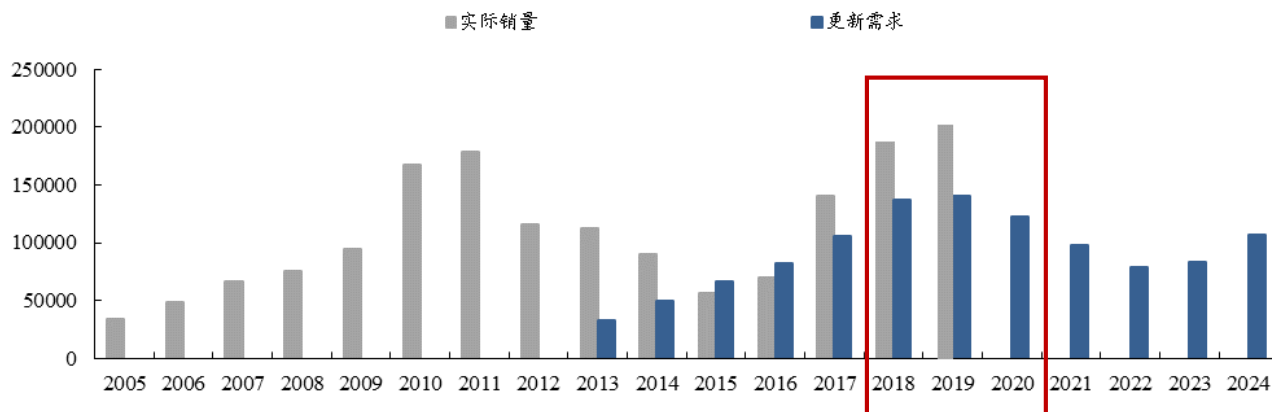
表 6：工程机械相关排放标准实施时间表

	重型柴油车实施时间	非道路移动机械国标实施时间
国一		2007.10.1
国二及以下	2005.9.1-2008.7.1	2009.10.1-2016.4.1
国三	2008.7.1-2013.7.1	2016.4.1
国四	2013.7.1-2017.7.1	2020.12.1
国五	2017.7.1-2019.7.1	
国六	国六 A：2021.7.1 起 国六 B：2023.7.1 起	

数据来源：环保部，东吴证券研究所

按照 6-10 年更新周期，我们测算 2018-2020 年为挖机更新换代高峰期。我们估计小挖更新周期在 6-8 年之间，中挖、小挖的使用寿命分别在 7-9 年、8-10 年，叠加 2018-2020 年国三切换国四标准存在加速更新的情况，我们测算 2018-2020 年为更新换代高峰期，更新的挖机销量分别达到 14 万/15 万/13 万台，其中 2019 年更新需求占到总销量的 71.74%。后续几年的更新需求也稳定维持在 9-10 万台左右，直至 2024 年再次迎来新一轮的更新高峰。

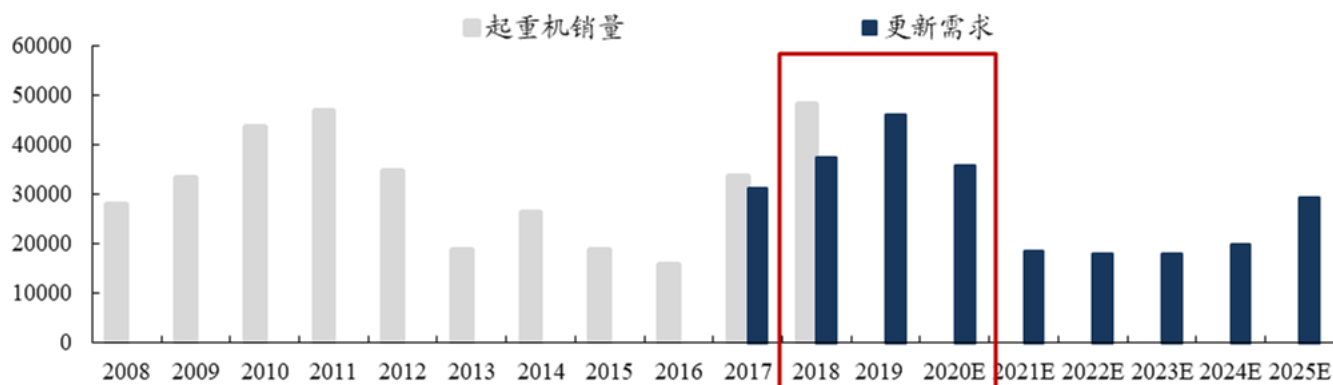
图 11：按照 6-10 年更新周期，2018-2020 年为挖机更新换代高峰期（单位：台）



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所测算

按照 8-10 年的更新周期，叠加环保因素，我们测算 2018-2020 年为起重机更新高峰。按照 8-10 年的更新周期，假设更新比例分别为 30%、40%、30%，同时考虑环保政策驱动下企业的更新意愿，我们测算 2018-2020 年为起重机设备更新高峰期，更新需求分别为 31365/46094/35814 台，预计 2020 年起重机更新需求为 35814 台左右

图 12：按 8-10 年的更新周期，叠加环保因素，2018-2020 年为起重机更新高峰（单位：台）

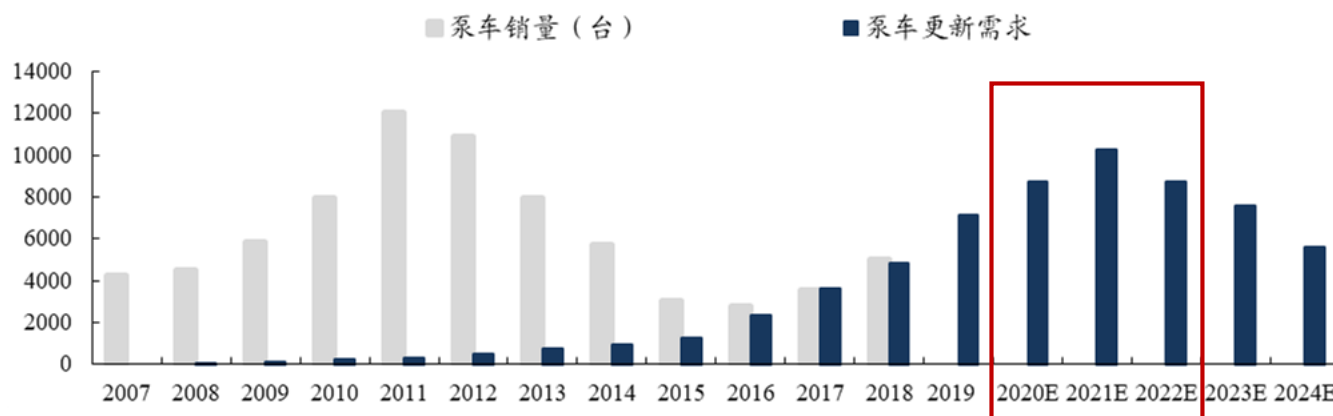


数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所测算

泵车的更新周期在 10 年以上，叠加环保因素，我们预计泵车 2020 年刚开始进入更新高峰期。混凝土泵更新周期较长，结合行业经验，我们对混凝土泵采用 9-11 年更新周期，更新比例分别为 30%、40%、30%。由于 2019 年国六政策出台导致更新加速，9-11 年更新周期下 2019 年更新比例销量测算分别为 30%、50%、40%，2020 年分别为 20%、

50%、40%，2021 年为 10%、50%、40%。我们预计 2020-2022 年为泵车更新高峰期，更新需求分别为 8740/10287/8837 台左右，2020 年泵车更新高峰期开启。

图 13：泵车的更新周期在 10 年以上，叠加环保因素，2020 年刚开始进入更新高峰期（单位：台）



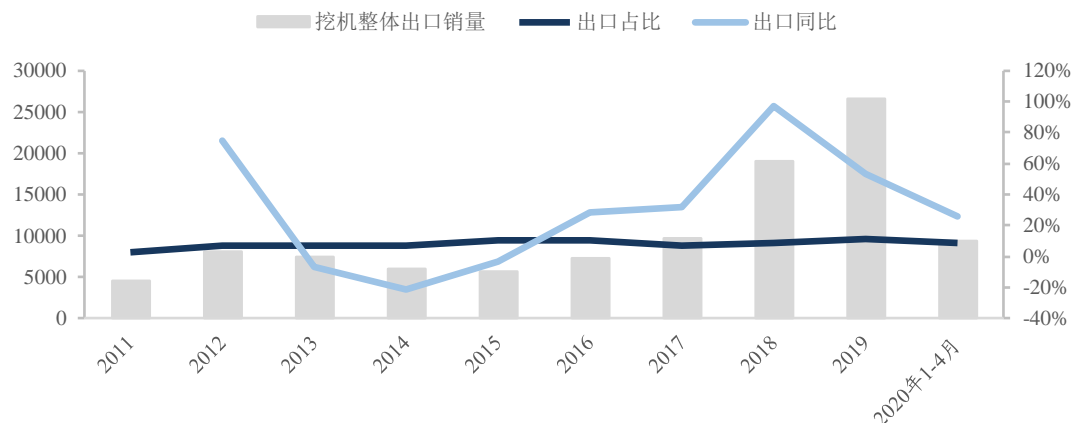
数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所测算

1.3.3. 全球化稳步推进，海外市场长期乐观

国产品牌全球化进程稳步推进。近年来，国产品牌全球竞争力持续提升。2017-2019 年，挖机整体出口销量增速分别为+32%/+97%/+53%，保持高速增长；出口销量占比为 7%/9%/11%，出口占比提升趋势显著。疫情下 4 月挖机出口销售受到一定影响。2020 年 4 月挖机出口 2055 台，同比+0.9%；2020 年 1-4 月挖机合计出口 9408 台，同比+25.7%，在总销量中占比 9.0%有所下降。

海外市场长期乐观。我们认为，疫情下短期行业出口存在较大不确定性，但仍可保持谨慎乐观态度。首先，印度、印尼等新兴国家城镇化水平较低，且疫情形势相对可控，现实需求旺盛；其次，新兴国家后续逆周期政策有望出台，潜在需求仍在；最后，国产品牌产品性价比高，且正持续加大海外市场服务资源，市场份额稳步提升的态势有望持续。长期而言，疫情虽减缓但不会实质影响国产龙头全球化进程。以三一重工为例，公司产品性价比+渠道拓展下，印度、印尼等新兴市场市占率已数一数二；而欧美市场去年收入达 8-9 亿，增速达 50%以上，长期复合增长下海外收入体量十分可观。

图 14：2020 年 1-4 月挖机累计出口 9408 台，同比+25.7%，出口占比 9.0%



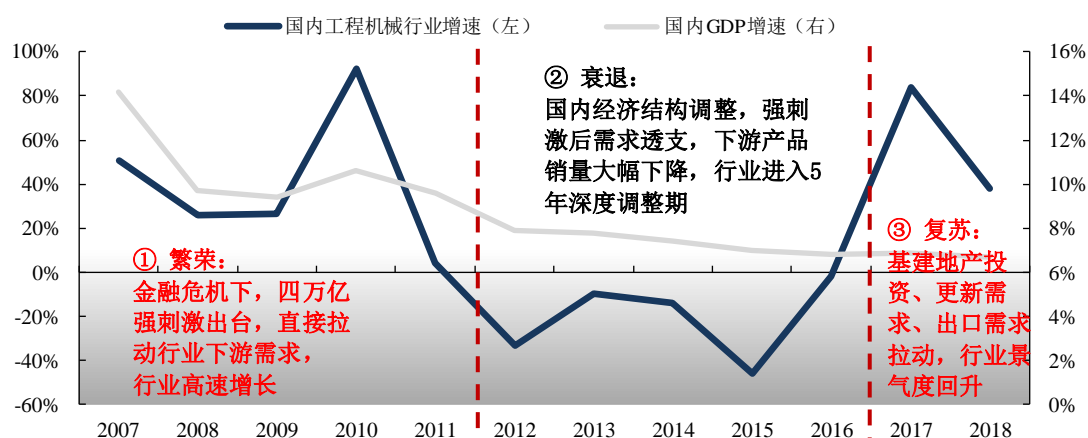
数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

2. 确定性溢价及龙头溢价提升估值水平

2.1. 行业景气确定性拉长，确定性溢价上行

本轮复苏周期由长期内在需求驱动，行业景气确定性拉长，确定性溢价上行。今年基建政策催化不断，3月以来挖机销量实现超预期复苏，后续随着基建政策落地，基建增速及下游需求提升，全年行业高景气确定。未来几年，工程机械大概率行业不会重现2008-2011年大起大落格局。上轮复苏处于金融危机背景下，“四万亿”强政策出台，将未来几年行业需求提前透支。相对上轮复苏周期而言，本轮复苏虽然同处于宏观经济萧条背景下，但政策释放周期明显拉长，并且行业上行逻辑由机器代人、更新环保及出口等长期内在需求拉动，行业强周期属性进一步弱化，高景气度确定性拉长，带来行业确定性溢价上升。

图 15：本轮工程机械复苏周期由内在需求拉动，强政策与强周期属性弱化



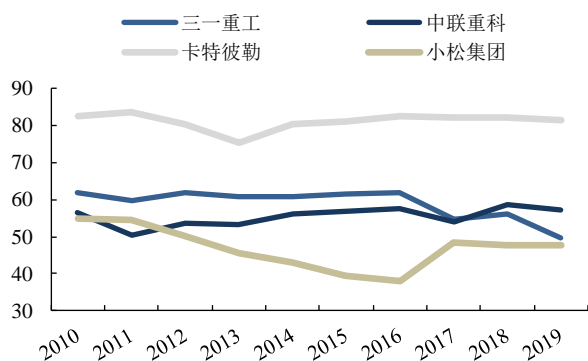
数据来源：中国工程机械工业年鉴，国家统计局，东吴证券研究所整理

2.2. 业绩抗周期性及成长性增强，龙头溢价有望上行

相对海外工程机械龙头，内资龙头具备更强的全球扩张实力与竞争优势。2019年，

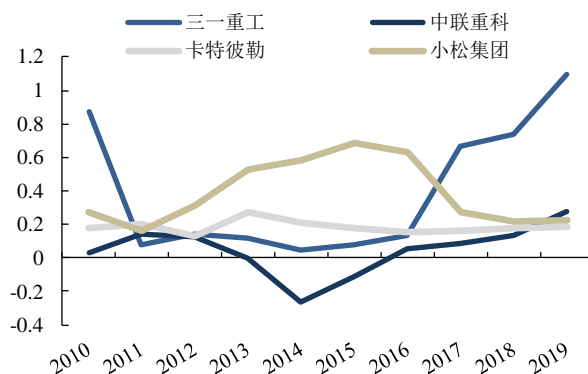
三一/中联/卡特/小松的资产负债率分别为 49.7%/57.1%/81.4%/47.7%，卡特彼勒资产负债率资产负债率相对较高，小松资产负债率相对较低，而三一与中联资产负债率水平处于中等水平，国产龙头资产负债率具备上行空间。2019 年三一/中联/卡特/小松的经营活动产生的现金流量净额/带息债务比率分别为 1.10/0.27/0.18/0.22。总体而言，国产龙头的偿债能力优于海外龙头，全球扩张势力与国际竞争优势较强。

图 16：内资龙头资产负债率水平较低（单位：%）



数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图 17：内资龙头经营性现金流净额/带息债务比率较高

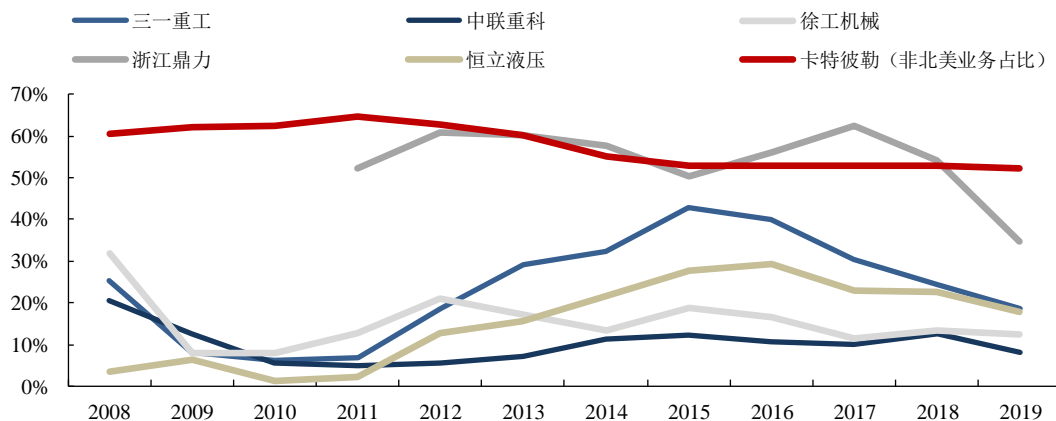


数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

全球化推进，抗周期能力增强，龙头溢价具备上行空间。从国际工程机械巨头的发展经验来看，全球化布局是成为国际龙头的成功要素之一。卡特彼勒的非北美业务占比近年来一直维持在 50% 以上，虽然近几年有所降低，但依然保持高位；而日本小松海外业务占比更是接近 90%。我国工程机械龙头全球化进程正稳步推进，但由于 2016 年以来国内市场增长较快，海外收入占比有所下滑。2019 年三一重工/中联重科/徐工机械/浙江鼎力的海外业务收入占比分别为 19%/8%/13%/35%/18%。我们认为，随着国产龙头全球化稳步推进，其海外收入比重长期稳定增长，公司收入对中国宏观经济的依存度将有所下降，业绩释放稳定性增强，PE 估值有望显著提升。

以卡特彼勒为例：1950 年卡特彼勒设立首个海外分公司，1970 年公司海外收入额首次超过本土。随着公司海外市场收入占比的增加，公司收入与利润与美国国内固定资产投资的相关性下降，拉平周期的能力提升，PE 估值由 1950 年的 7 倍左右，一路上升至 1970 年的 25 倍。

图 18：2016 年以来国内市场增长迅速，国产龙头海外收入占比有所下滑

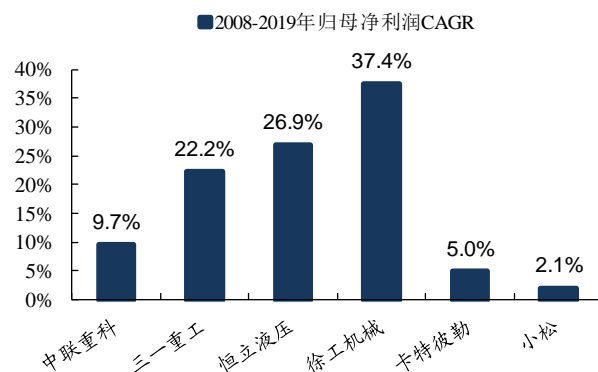
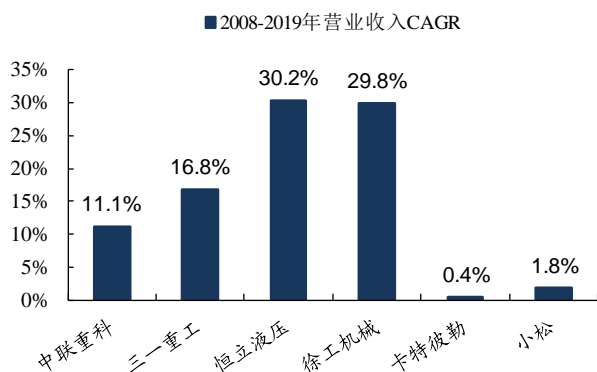


数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

业绩增速较快, 国产龙头应享受更高估值溢价。国内工程机械市场呈现国产龙头强者恒强趋势, 过去十几年间国产龙头市场份额稳步提升, 营业收入及利润实现快速增长。2008-2019 年中联重科/三一重工/恒立液压/徐工机械/卡特彼勒/小松的营业收入 CAGR 分别为 11.1%/16.8%/30.2%/29.8%/0.4%/1.8%, 归母净利润 CAGR 分别为 9.7%/22.2%/26.9%/37.4%/5.0%/2.1%, 国产龙头业绩增长率显著高于海外龙头, 理应享受更高的成长性溢价。截至 2020 年 5 月 15 日, 中联重科/三一重工/恒立液压/徐工机械/卡特彼勒/小松的 PE (TTM) 分别为 12.3/16.0/48.6/15.5/11.0/7.7, 高成长预期下国产龙头 PE 估值具备进一步上行空间。

图 19: 国产龙头营业收入 CAGR 高于海外龙头

图 20: 国产龙头归母净利润 CAGR 高于海外龙头



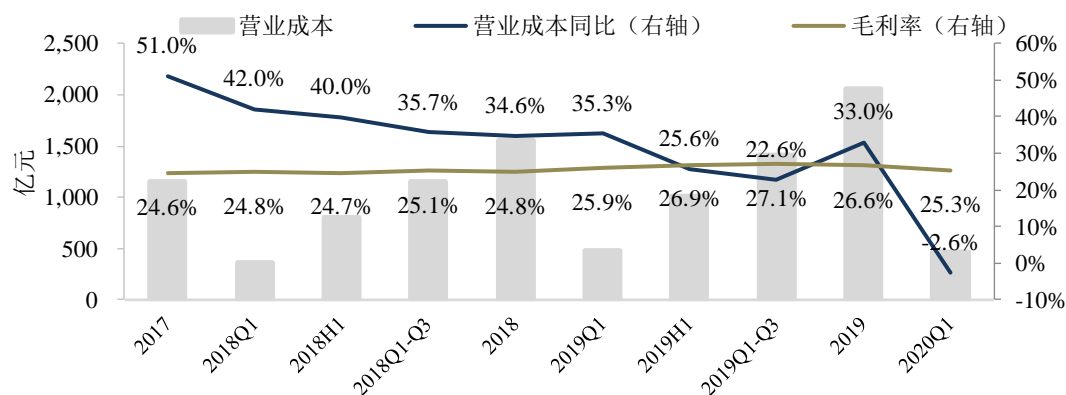
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利质量存在边际优化空间, 龙头估值溢价有望进一步提升。规模效应与供应链优化下, 工程机械龙头总体毛利率水平高于行业平均。2019 年行业总体毛利率为 26.6%, 而三一重工/中联重科/恒立液压/浙江鼎力的毛利率分别为 32.7%/30.0%/37.8%/39.9%。龙头企业的成本费用率长期具有下行空间。以三一重工数字化战略为例: 2019 年公司积极推进数字化、智能化转型, 经营能力创历史最好水平, 毛利率、净利率和 ROE 水平大幅提升, 期间费用率持续下降, 我们预计三一长期成本端仍会稳步下行, 预计仍有 20%-

30%下降空间。龙头企业盈利质量边际优化空间大，业绩持续增长可期，估值水平有望进一步提升。

图 21：2019 年工程机械板块总体毛利率 26.6%，同比+1.8pct

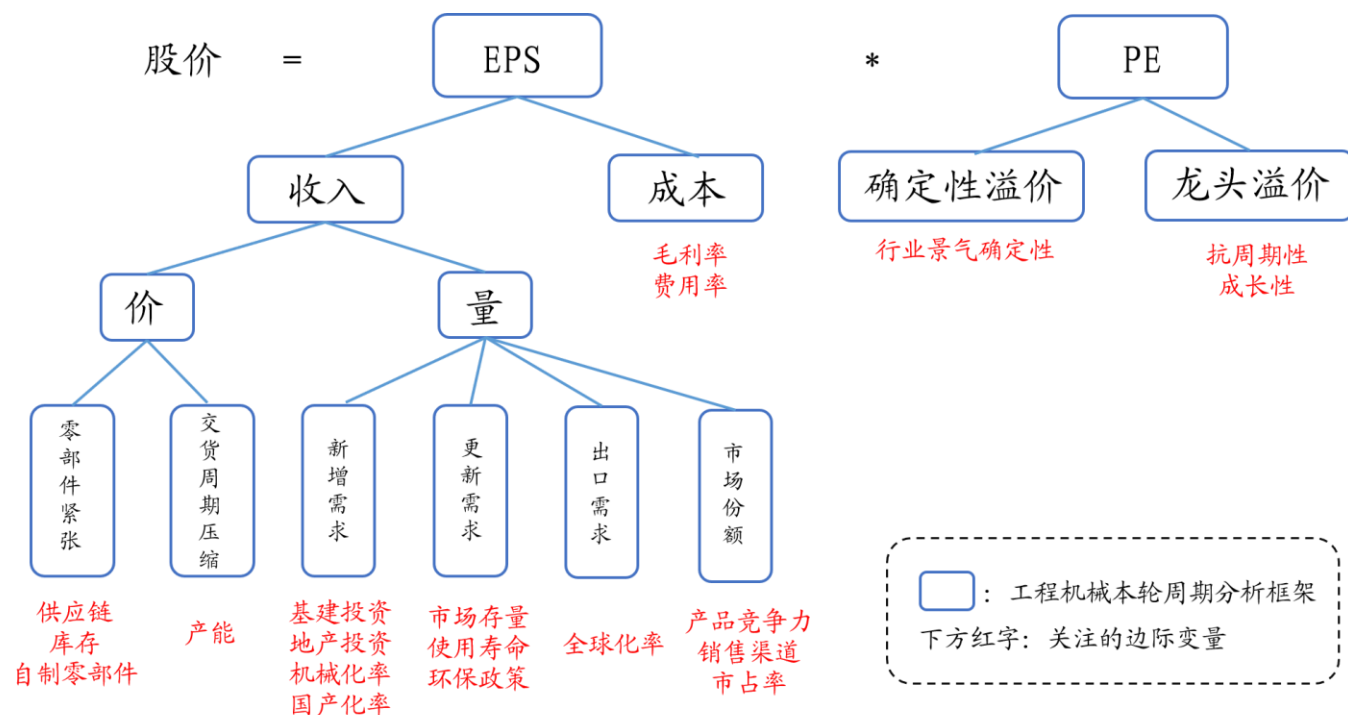


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 核心观点：价量齐升拉动盈利，景气确定提升估值水平

我们认为，供需缺口下价量齐升拉动盈利，确定性溢价及龙头溢价提升估值水平。一方面，随着工程机械行业供需缺口持续扩大，价量齐升的态势有望持续，龙头市占率有望延续稳步提升趋势，带来盈利水平提升。另一方面，确定性溢价及龙头溢价拉动下，龙头估值有望上行。（1）本轮工程机械上行逻辑由机器代人、更新环保及出口等内在需求拉动，稳增长政策释放周期拉长背景下，行业强周期属性进一步弱化，高景气度确定性拉长，带来行业确定性溢价上升；（2）由于业绩成长性+抗周期性增强，我们认为国产龙头估值被显著低估，未来龙头溢价存在进一步上行空间。

图 22：工程机械分析框架及关注变量



数据来源：东吴证券研究所整理

4. 投资建议

重点推荐【三一重工】：全系列产品线竞争优势、龙头集中度不断提升；出口不断超预期；行业龙头估值溢价。**【恒立液压】**国内液压行业龙头，海外拓展+泵阀全面放量，增长可期。**【中联重科】**起重机、混凝土机龙头，混凝土机刚开始更新周期，塔机销量有望继续超预期。**【浙江鼎力】**高空作业平台龙头，臂式放量可期。**建议关注柳工、中国龙工。**

5. 风险提示

全球疫情影响持续；政策力度不及预期；下游开工不及预期。

免责声明

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>