

中联重科(000157)/机械设备

工程机械龙头整装待发，乘风破浪再度起航

评级：买入(首次)

市场价格：6.40

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

电话：0755-22660869

Email: fengsheng@r.qlzq.com.cn

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 28,697 | 43,307 | 52,821 | 59,504 | 63,891 |
| 增长率 yoy% | 23.30% | 50.92% | 21.97% | 12.65% | 7.37% |
| 净利润 | 2,020 | 4,371 | 5,694 | 6,629 | 7,370 |
| 增长率 yoy% | 51.65% | 116.42% | 30.26% | 16.41% | 11.17% |
| 每股收益(元) | 0.26 | 0.56 | 0.72 | 0.84 | 0.94 |
| 每股现金流量 | 0.65 | 0.79 | 1.23 | 1.26 | 1.17 |
| 净资产收益率 | 5.21% | 11.06% | 12.74% | 14.41% | 15.52% |
| P/E | 24.74 | 11.53 | 8.85 | 7.60 | 6.84 |
| PEG | 0.48 | 0.10 | 0.29 | 0.46 | 0.61 |
| P/B | 1.31 | 1.30 | 1.15 | 1.11 | 1.08 |

备注：股价取自 2020 年 4 月 30 日

投资要点
■ 重启事业部制，工程机械龙头再度起航。

①公司是我国工程机械行业龙头企业之一。主营业务产品包括起重机械、混凝土机械、土方机械、高空机械、农业机械等诸多品类。目前，公司起重机械、混凝土机械产品市场份额持续保持“数一数二”，其中建筑起重机械销售规模实现全球第一。2019 年，公司产品线销售职能回归事业部后，市场竞争优势进一步增强。2019 年，公司起重机械、混凝土机械合计营收占比高达 83%，未来伴随着工程机械后周期产品复苏高峰的来临，公司业绩持续高增长可期。

②2019 年公司经营业绩高速增长。2019 年，公司实现营收 433.1 亿元，同比增长 50.9%；实现归母净利润 43.7 亿元，同比增长 116.4%。毛利率持续提升至 30.0%，盈利能力不断增强。经营活动现金净流量达 62.2 亿元，同比增加 11.6 亿元。公司各项经营指标持续向上，2019 年经营质量达到历史最好水平。

■ 起重机械：起重机械迎来更新换代高峰，塔机市场景气度高涨。

①起重机械在 2020 年迎来更新换代高峰期。起重机械属于工程机械的后周期产品，其复苏滞后于挖掘机，而且寿命大概在 10 年左右，预计在上一轮周期中销售的大量起重机械将在 2018-2021 年迎来更新换代的高峰期。

②受益于装配式建筑占比提升，大塔迎来发展良机。近年来，伴随着装配式建筑的崛起，对塔机，尤其是大型塔机的需求持续增加。2018 年我国新建装配式建筑面积 1.9 亿平方米，同比增长 25.0%，占房屋新开工面积的比重提升至 9.1%，与欧美等发达国家相比依然较低。另外，近年来塔机租赁价格不断上扬，塔机市场量价齐升，景气度持续高涨。

③汽车起重机市场三足鼎立，塔机市场中联重科一家独大。汽车起重机市场徐重、中联重科、三一重工三家企业合计的市占率达到 90%以上，一季度，中联重科工程起重机械月销量持续上升，市占率达历史最好水平。塔机市场中联重科市占率高达 40%左右，大塔市占率超过 50%；伴随着装配式建筑的崛起，大塔需求持续增强，未来公司市占率有望进一步提升。

■ 混凝土机械：更新高峰期来临，2020 年有望维持高增长。

①混凝土机械更新高峰来临，泵车、搅拌车市场持续高景气。混凝土机械同属于工程机械的后周期产品，预计 2020 年将迎来更新换代的高峰期。2019 年混凝土泵车销量在 8000 台左右，销量增速再上台阶。2019 年前三季度，混凝土搅拌车销售 5.9 万台，同比增长 37.9%；销量增速维持高位。

②龙头厂商泵车涨价，行业有望进入高质量发展阶段。我们认为，本次泵车涨价，一方面是由于海外疫情蔓延，导致国外零部件采购受阻，生产成本提升；叠加国内市场需求旺盛，产品供不应求。另一方面，主机厂本次涨价是希望能够结束去年的价格战，稳定市场价格，希望推动行业进入高质量发展阶段。

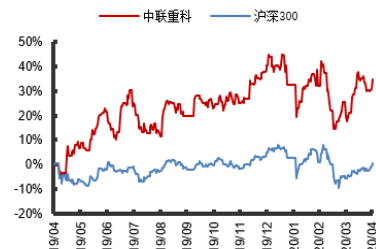
③混凝土泵车市场呈现双寡头垄断特征，搅拌车市场竞争较为充分。三一、中联两家企业混凝土泵车市占率高达 75%左右；一季度，中联重科泵车产品销量同比增长 25%，逆势而上再创佳绩。混凝土搅拌车市场竞争较为充分。

■ 新兴板块：挖掘机业务快速提升，高空作业平台前景可期。

①挖掘机市场行情火爆，中联重科挖掘机业务快速提升。2019 年，挖掘机销售 23.6 万台，同比增长 15.9%，再创历史新高。2020 年 3 月挖掘机销

基本状况

| | |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股) | 7873.27 |
| 流通股本(百万股) | 6417.38 |
| 市价(元) | 6.40 |
| 市值(百万元) | 50388.96 |
| 流通市值(百万元) | 41071.26 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

售 4.9 万台，创单月历史新高。4 月以来，各大主机厂均发布了挖掘机产品的涨价通知，挖掘机市场进入量价齐升阶段，高景气度持续。2019 年以来中联重科大力布局土方机械，2020 年 3 月挖掘机市占率达 2.8%，后发优势初显，未来有望成为公司的强力增长点。

②高空作业平台市场为工程机械行业新蓝海，中联重科进入行业首年即迈入第一梯队。中国高空作业平台市场起步较晚，行业尚处于导入期。近几年来中国高空作业平台销量年均增速达到 45% 左右，无疑是工程机械行业中成长性最高的子行业。中国高空作业平台人均保有量和渗透率与发达国家相比仍存在较大差距，未来依然存在较大增长空间。2019 年中联重科高空作业机械开局良好，产品受到客户广泛好评，进入行业首年即迈入国内高空作业平台领域的第一梯队。

- **首次覆盖，给予“买入”评级。**公司是我国工程机械行业龙头企业之一，近年来经营业绩实现高速增长。2019 年，公司产品线销售职能回归事业部后，市场竞争优势进一步增强。2020 年工程机械后周期产品迎来复苏高峰期，公司起重机械、混凝土机械等后周期产品营收占比高达 83%，主业优势明显。另外，公司战略布局挖掘机械和高空作业平台，将为公司未来业绩提供新的增长点。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 56.9、66.3、73.7 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 8.9、7.6、6.8 倍。
- **风险提示：**基建、房地产投资不及预期风险、行业周期性下滑风险、市场恶性竞争风险、海外贸易环境恶化风险、业绩不及预期风险等。

内容目录

| | |
|--|---------------|
| 1、重启事业部制，工程机械龙头再度起航 | - 6 - |
| 1.1、发展历程：风雨兼程二十八载，今朝崛起再攀高峰 | - 6 - |
| 1.2、主营业务：工程机械后周期产品占比高达 83%，主业优势明显 | - 8 - |
| 1.3、股权结构：股权较为分散，无实际控制人 | - 10 - |
| 1.4、财务情况：2019 年归母净利润实现翻番增长 | - 11 - |
| 2、起重机械：起重机械迎来更新换代高峰，塔机市场景气度高涨 | - 13 - |
| 2.1、起重机械在 2020 年迎来更新换代高峰期 | - 13 - |
| 2.2、受益于装配式建筑占比提升，大塔迎来发展良机 | - 14 - |
| 2.3、汽车起重机市场三足鼎立，塔机市场中联重科一家独大 | - 18 - |
| 3、混凝土机械：更新高峰期来临，2020 年有望维持高增长 | - 19 - |
| 3.1、混凝土机械更新高峰来临，泵车、搅拌车市场持续高景气 | - 19 - |
| 3.2、龙头厂商泵车涨价，行业有望进入高质量发展阶段 | - 20 - |
| 3.3、混凝土泵车市场呈现双寡头垄断特征，搅拌车市场竞争较为充分 | - 21 - |
| 4、新兴板块：挖掘机业务快速提升，高空作业平台前景可期 | - 22 - |
| 4.1、挖掘机销售屡超预期，市场行情火爆 | - 22 - |
| 4.2、中联重科大力布局土方机械，挖掘机业务快速提升 | - 24 - |
| 4.3、高空作业平台市场为工程机械行业新蓝海 | - 25 - |
| 4.4、中联重科进入高空作业平台行业首年即迈入第一梯队 | - 27 - |
| 5、首次覆盖，给予“买入”评级 | - 28 - |
| 6、风险提示 | - 29 - |

图表目录

| | |
|------------------------------------|--------|
| 图表 1: 公司发展历程..... | - 6 - |
| 图表 2: 公司海外几大工业园区展示..... | - 7 - |
| 图表 3: 公司主营业务产品..... | - 8 - |
| 图表 4: 2019 年公司各项业务营收占比..... | - 9 - |
| 图表 5: 公司起重机械、混凝土机械历年毛利率..... | - 9 - |
| 图表 6: 公司起重机械、混凝土机械历年业务收入及同比增速..... | - 9 - |
| 图表 7: 各类工程机械在建设项目的进场先后顺序图..... | - 10 - |
| 图表 8: 2019 年公司前十大股东..... | - 10 - |
| 图表 9: 公司股权结构..... | - 11 - |
| 图表 10: 公司历年营收及其同比增速..... | - 11 - |
| 图表 11: 公司历年归母净利润及其同比增速..... | - 11 - |
| 图表 12: 公司历年毛利率、净利率、期间费用率..... | - 12 - |
| 图表 13: 公司历年加权平均净资产收益率..... | - 12 - |
| 图表 14: 公司历年应收账款周转率、存货周转率..... | - 12 - |
| 图表 15: 公司历年经营活动现金净流量..... | - 12 - |
| 图表 16: 汽车起重机销量及同比增速..... | - 13 - |
| 图表 17: 塔机销量及同比增速..... | - 13 - |
| 图表 18: 随车起重机销量及同比增速..... | - 13 - |
| 图表 19: 履带起重机及同比增速..... | - 13 - |
| 图表 20: 各类汽车起重机保有量占比情况..... | - 14 - |
| 图表 21: 汽车起重机替换高峰期预测图..... | - 14 - |
| 图表 22: 房地产开发投资累计完成额及增速..... | - 15 - |
| 图表 23: 房屋新开工面积累计值及增速..... | - 15 - |
| 图表 24: 新建装配式建筑面积及增速..... | - 15 - |
| 图表 25: 主要国家装配式建筑渗透率..... | - 15 - |
| 图表 26: 装配式建筑施工实例..... | - 15 - |
| 图表 27: 装配式建筑领域国家和地方政策..... | - 16 - |
| 图表 28: 庞源租赁用于装配建筑的塔吊使用情况..... | - 17 - |
| 图表 29: 庞源租赁市场价格指数..... | - 17 - |
| 图表 30: 全新推出的中联重科“小旋风”12 吨起重机..... | - 18 - |
| 图表 31: 主要企业汽车起重机市占率..... | - 18 - |
| 图表 32: 2018 年全球塔机制造商 10 强榜单..... | - 19 - |
| 图表 33: 中联重科塔机智能工厂..... | - 19 - |

| | |
|---|--------|
| 图表 34: 中联重科国六混凝土泵车 | - 19 - |
| 图表 35: 中联重科混凝土搅拌车 | - 19 - |
| 图表 36: 混凝土泵车销量及同比增速 | - 20 - |
| 图表 37: 混凝土搅拌车销量及同比增速 | - 20 - |
| 图表 38: 三一重工《敬告客户书》 | - 21 - |
| 图表 39: 主要企业混凝土泵车市占率 | - 21 - |
| 图表 40: 混凝土搅拌车 19Q1-Q3 各企业市占率 | - 21 - |
| 图表 41: 挖掘机年销量及同比增速 | - 22 - |
| 图表 42: 挖掘机月度销量及同比增速 | - 22 - |
| 图表 43: 挖掘机年出口数量及同比增速 | - 23 - |
| 图表 44: 挖掘机月度出口数量及同比增速 | - 23 - |
| 图表 45: 2020 年 4 月主要企业挖掘机涨价通知 | - 24 - |
| 图表 46: 20 年 3 月主要企业挖掘机销量及市占率 | - 25 - |
| 图表 47: 中联重科 6t 履带式液压挖掘机-ZE60E-10 | - 25 - |
| 图表 48: 行业生命周期曲线图 | - 25 - |
| 图表 49: 各地高空作业平台人均保有量及产品渗透率 | - 25 - |
| 图表 50: 各地高空作业平台保有量 (万台) | - 26 - |
| 图表 51: 各地高空作业平台市场规模 (亿元) | - 26 - |
| 图表 52: 中国高空作业平台市场结构 | - 27 - |
| 图表 53: 北美高空作业平台市场结构 | - 27 - |
| 图表 54: 2019 年 1-11 月中国高空作业平台各类型产品月度销量 (台) | - 27 - |
| 图表 55: 2019 年 1-11 月中国高空作业平台各类型产品出口数量 (台) | - 27 - |
| 图表 56: 中联重科 ZA20JE 电动曲臂式高空作业平台 | - 28 - |
| 图表 57: ZA20JE 型电动曲臂式高机荣获中国工程机械年度产品 TOP50 | - 28 - |
| 图表 58: 公司业绩分拆 | - 29 - |
| 图表 59: 可比公司估值 | - 29 - |
| 图表 60: 中联重科盈利预测模型 | - 31 - |

1、重启事业部制，工程机械龙头再度起航

1.1、发展历程：风雨兼程二十八载，今朝崛起再攀高峰

- 公司创立于 1992 年，先后实现深港两地上市，成为业内首家 A+H 股上市公司。公司主要从事工程机械和农业机械的研发、制造、销售和服务，主导产品覆盖 10 大类别、56 个产品系列，600 多个品种；产品远销中东、南美、非洲、东南亚、俄罗斯以及欧美、澳大利亚等高端市场。
- 经过二十多年的发展，公司已成为我国工程机械行业龙头企业之一。公司起重机械、混凝土机械产品市场份额持续保持“数一数二”，其中建筑起重机械销售规模实现全球第一，行业龙头地位优势进一步巩固；工程起重机械市场份额达近五年最好水平，2019 年公司汽车起重机、履带起重机国内市场份额同比提升分别超过 6pct、10pct，实现“三分天下”的战略目标。公司工程机械技术引领地位稳固，成功研制出全球起重能力最大 2000 吨全地面起重机、全球最长 101 米碳纤维臂架混凝土泵车、全球最大水平臂上回转自升式塔式起重机、全球最高的登高平台消防车、中国首台 3200 吨级履带式起重机等一大批世界标志性产品。
- 此外，公司明确发展中高端农业机械的战略。小麦机、甘蔗机、烘干机等在国内市场份额“数一数二”。农业机械研发出大型拖拉机、大型高效联合收割机等高端农机装备，引领国内农机装备向高端迈进，向“智慧农业、精准农业”方向发展。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司开创了中国工程机械行业整合海外资源的先河，并构建了全球化制造、销售、服务网络。。公司在全球范围内整合优质资产，构建起全球化制造、销售、服务网络。截止目前，公司先后并购英国保路捷公司、意大利 CIFA 公司、德国 M-tec 公司、荷兰 Raxtar 公司、德国 Wilbert 公

司，均取得卓越成效。其中，2008 年并购世界第三大混凝土机械制造商意大利 CIFA 公司，使公司成为中国工程机械国际化的先行者和领导者；2018 年并购全球塔机领先制造商德国威尔伯特，进军欧洲高端塔机市场，进一步巩固了公司的全球塔机龙头地位。公司构建了全球化制造、销售、服务网络，已覆盖全球 100 余个国家和地区，在“一带一路”沿线均有市场布局，在东亚、东南亚、欧洲等全球近 20 个国家建有分子公司，在意大利、德国、巴西、印度、白俄罗斯投资建有工业园，在土耳其、沙特拟新建工厂，并在全球设立 50 多个常驻机构。以阿联酋、巴西为中心，正逐步建立全球物流网络和零配件供应体系。实现了从“走出去”到“走进去”本地化运营的海外发展战略落地，为公司带来了新的发展机遇。

图表 2：公司海外几大工业园区展示



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 2019 年公司重启“事业部制”，迈向腾飞新征程。**作为科研院所转制企业，公司不断推进改革，参与到传统国企的改革、改组、改造之中，在老企业植入新机制、新技术，取得了经济和社会的双重效益。在十八届三中全会后的新一轮改革中，中联重科的体制创新被国务院国资委树立为混合所有制的“样本”。2017 年，公司以 116 亿元出售环境产业 80% 股权，实现核心业务再聚焦。2019 年，公司产品线销售职能回归事业部后，市场竞争优势进一步增强；公司全面推行超额利润分享，授权范围内事业部灵活机动决策，实现责、权、利、资源的合理匹配，引导事业部向市场要利润，激发经营活力，引导高质量可持续增长。2019 年，公司塔机销售突破 100 亿元，成为全球首家塔机销售超过百亿的企业。公司在高空作业平台、土方机械等潜力市场蓄势待发；高空作业平台业务快速发展，臂式智能产线实现量产，进入行业首年即迈入国内高空作业平台领域的第一梯队。2019 年公司首开的土方机械园区全面启动开工建设，目前公司挖机覆盖 6-48 吨产品，小挖竞争力持续增强。公司重启“事业部制”后，传统的起重机械、混凝土机械等优势板块和新兴的高空作业平台、土方机械等板块均实现快速增长。各项业务产品共同发力，公司迈入重新崛起新时代。公司过去两年里通过明确公司战略、机制体制变革、激励体系的完善，同时提升自己的营运水平、市场能力和服务质量，再

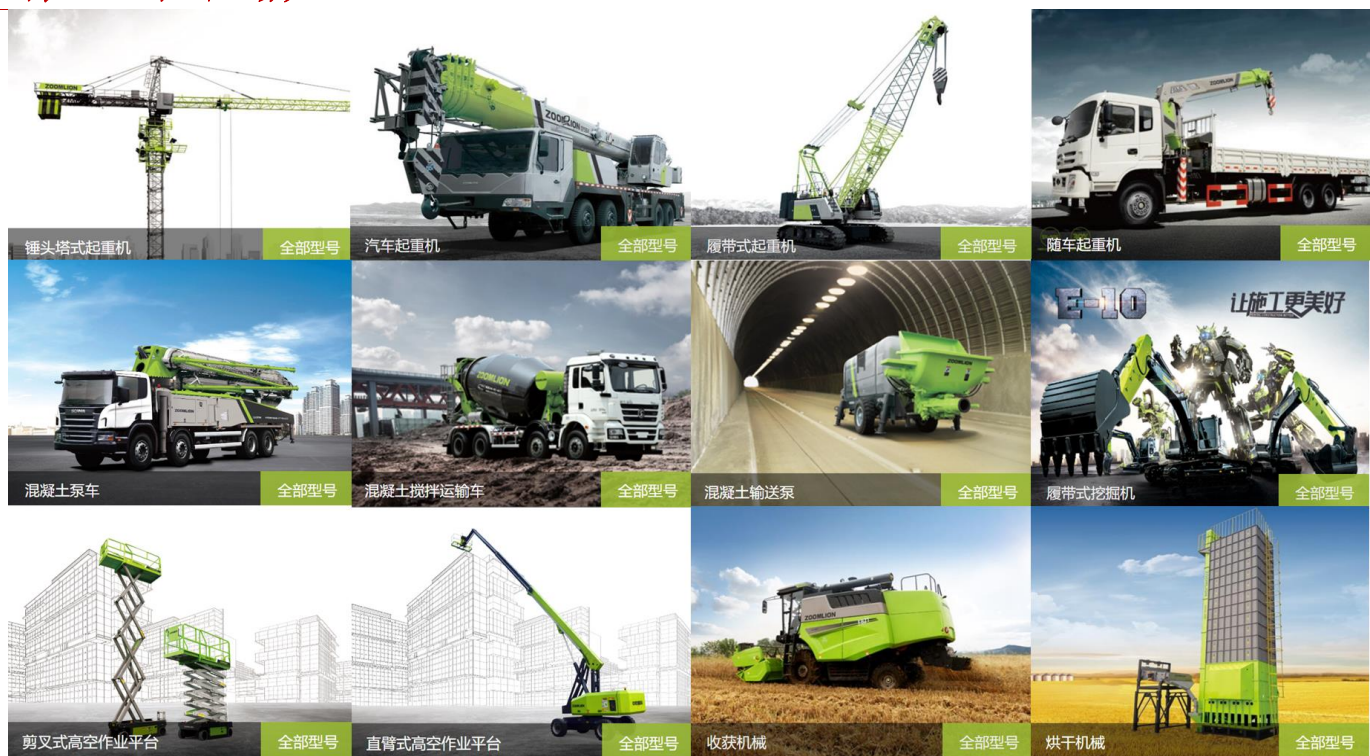
加上原有产品的技术优势,公司的潜力正在不断激发和兑现,后劲很足。

- **加速推进数字化转型,深化业务端对端管理。**公司采用大数据、物联互联等金融科技手段,坚持业务“系统化、线上化”,全面深化业务端对端管理,彻底打通市场链,支撑业务高效、透明、可控运行。以应用场景为核心,持续推进产品、制造、服务、供应链及管理的数字化与智能化升级,基于工业互联网平台深化打造智能化应用产品,赋能上下游产业链,创新商业模式,实现数字化转型。

1.2、主营业务: 工程机械后周期产品占比高达 83%, 主业优势明显

- 公司主营业务产品包括工程机械、农业机械等。工程机械包括混凝土机械、起重机械、土石方施工机械、桩工机械、高空作业机械、消防机械、筑养路设备和叉车等,主要为基础设施及房地产建设服务;农业机械包括耕作机械、收获机械、烘干机械、农业机具等,主要为农业生产提供育种、整地、播种、田间管理、收割、烘干储存等生产全过程服务。

图表 3: 公司主营业务产品

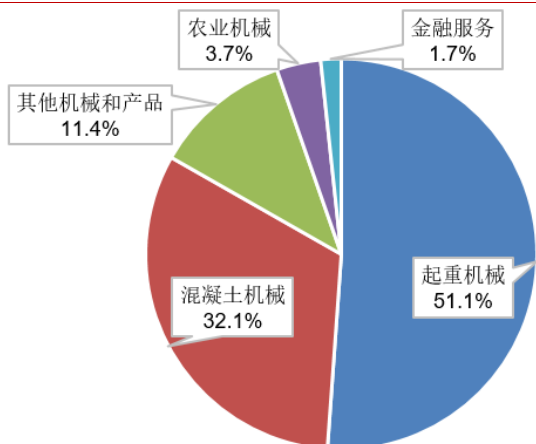


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 2019 年, 公司混凝土机械/起重机械/其他机械和产品/农业机械/金融服务分别实现营收 139.0/221.5/49.4/15.8/7.3 亿元, 分别同比增长 36.8%/77.6%/20.9%/7.2%/47.5%, 占营收的比重分别为 32.1%/51.1%/11.4%/3.7%/1.7%。公司混凝土机械、起重机械等主营业务产品增速迅猛。2019 年, 受益于下游基建、房地产投资需求及存量设备更新需求持续增长, “一带一路”沿线国家出口快速增长等因素推动, 工程机械行业景气度持续高涨, 市场需求旺盛, 公司主要产品产销两旺。
- 近年来, 公司主营业务毛利率水平持续提升。2019 年, 公司起重机械毛利率达 32.8%, 同比提升 3.7 个百分点; 混凝土机械毛利率为 27.4%, 同比提升 3.5 个百分点。自 2018 年起, 公司起重机械和混凝土机械毛

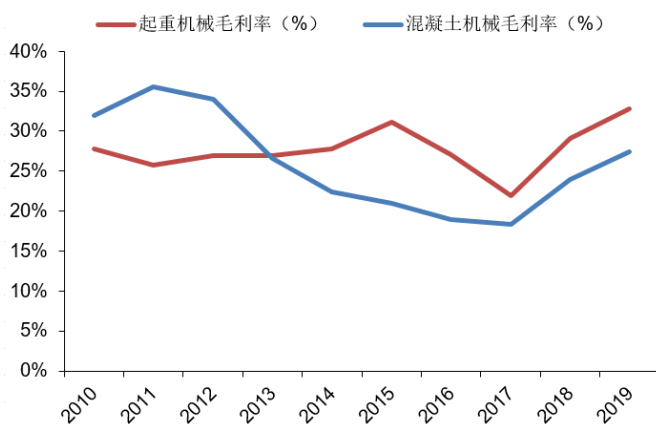
利率水平持续提升，其中 2019 年起重机械毛利率创下历史最高水平。

图表 4：2019 年公司各项业务营收占比



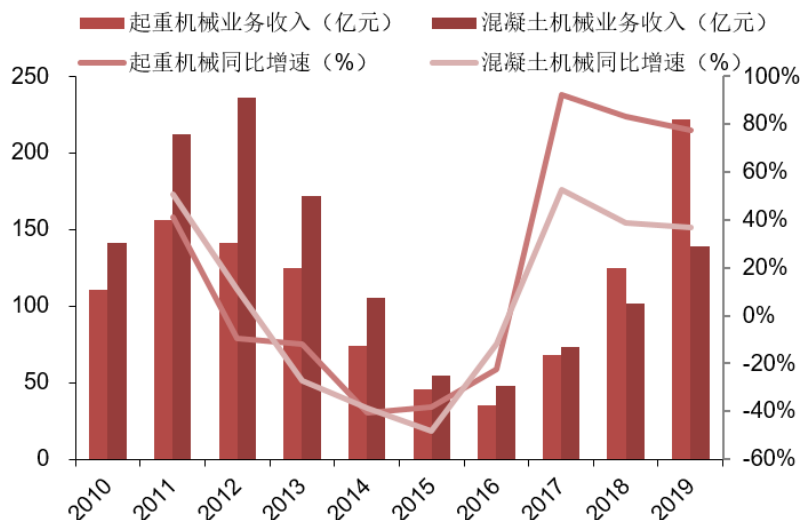
来源：wind、中泰证券研究所

图表 5：公司起重机械、混凝土机械历年毛利率



来源：wind、中泰证券研究所

图表 6：公司起重机械、混凝土机械历年业务收入及同比增速



来源：wind、中泰证券研究所

- 上一轮工程机械销售高峰期位于 2008 年 11 月至 2011 年 9 月。2008 年金融危机后，我国政府出台了“四万亿”的经济刺激政策，在此期间，房地产和基建投资加大，对各类工程机械产品的需求持续提升。在建设项目中，挖掘机是率先使用的工程机械，是工程机械行业复苏的先行指标；其次是汽车起重机，混凝土机械和塔吊等。一般而言，一台挖掘机的使用寿命在 8 年左右，2016 年底至 2019 年挖掘机进入存量设备更新换代高峰期，这也直接加速了工程机械行业的复苏。而汽车起重机、混凝土机械、塔机等作为工程机械后周期产品，复苏滞后于挖掘机，而且其寿命大概在 10 年左右，预计其更新的高峰期未来几年将会持续。
- 起重机械、混凝土机械等工程机械后周期产品迎来复苏高峰期，公司后周期产品营收占比高达 83%。起重机、混凝土机械作为工程机械行业的后周期产品有望呈现与挖掘机相仿的复苏景气度。从目前的销量数据看，起重机、混凝土泵车有望延续挖掘机强劲的复苏势头，成为带动工程机械持续复苏的强劲动因。公司起重机械和混凝土机械业务自 2017 年开始复苏，2018、2019 年增速迅猛，带动公司整体业绩高速增长。2019

年，公司起重机械和混凝土机械合计营收占比高达 83%，未来伴随着工程机械后周期产品复苏高峰的来临，公司业绩持续高增长可期。

图表 7：各类工程机械在建设项目中的进场先后顺序图



来源：公开资料整理、中泰证券研究所

1.3、股权结构：股权较为分散，无实际控制人

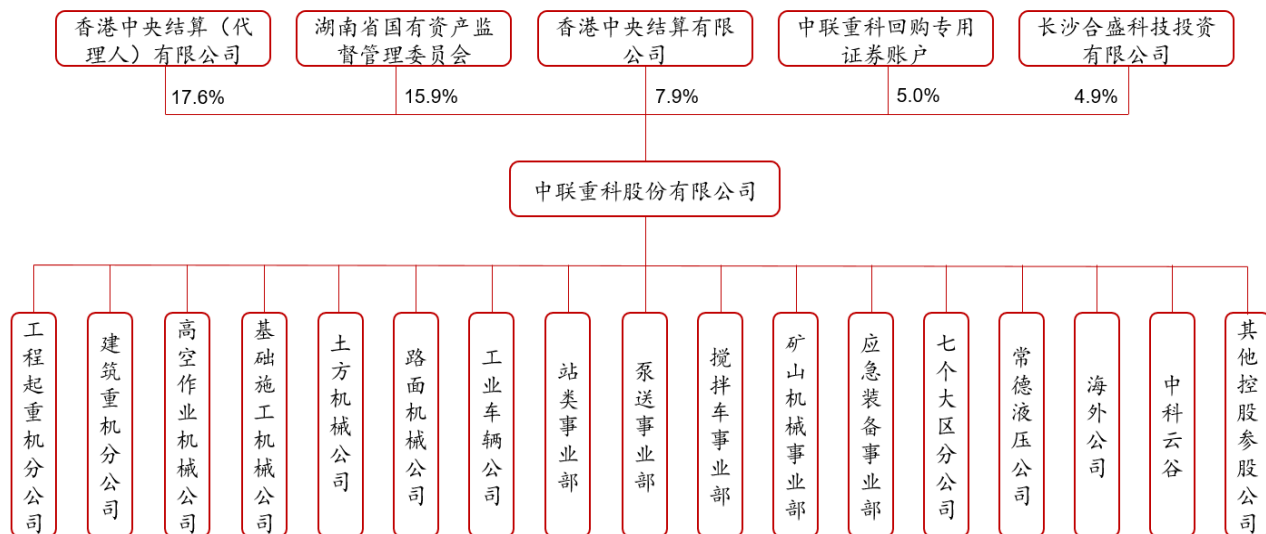
- **公司无控股股东或实际控制人。**2008 年 12 月 31 日前，公司控股股东为长沙建设机械研究院有限责任公司，自 2008 年 12 月 31 日建机院注销后，湖南省国资委为公司第一大股东。2012 年 2 月 27 日，湖南省国资委明确将公司界定为国有参股公司，据此公司无控股股东或实际控制人。截至 2019 年 12 月 31 日，公司第一大股东为香港中央结算（代理人）有限公司，持有公司 17.6% 股份；湖南省国资委持有公司 15.9% 股份，为公司第二大股东。
- **詹纯新先生为公司董事长兼首席执行官，公司创始人，自 2001 年开始出任公司董事长。**詹纯新先生于 1994 年 1 月成为享受国务院政府特殊津贴的专家，于 1995 年获建设部认可为高级工程师，且自 1997 年 9 月起获建设部认可为研究员（教授级高工）。

图表 8：2019 年公司前十大股东

| 股东名称 | 股东性质 | 持股比例（%） | 期末持股数量（亿股） |
|---|---------|---------|------------|
| 香港中央结算（代理人）有限公司（HKSCC NOMINEES LIMITED） | 境外法人 | 17.59% | 13.85 |
| 湖南省人民政府国有资产监督管理委员会 | 国有法人 | 15.92% | 12.53 |
| 香港中央结算有限公司 | 境外法人 | 7.89% | 6.21 |
| 中联重科股份有限公司回购专用证券账户 | 其他 | 4.96% | 3.90 |
| 长沙合盛科技投资有限公司 | 境内非国有法人 | 4.91% | 3.87 |
| 中国证券金融股份有限公司 | 国有法人 | 2.96% | 2.33 |
| 智真国际有限公司 | 境外法人 | 2.14% | 1.69 |
| 长沙一方科技投资有限公司 | 境内非国有法人 | 1.99% | 1.57 |
| 中航信托股份有限公司－中航信托·天顺【2018】220 号中联单一资金信托 | 境内非国有法人 | 1.76% | 1.39 |
| 中央汇金资产管理有限责任公司 | 国有法人 | 1.47% | 1.16 |

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：公司股权结构

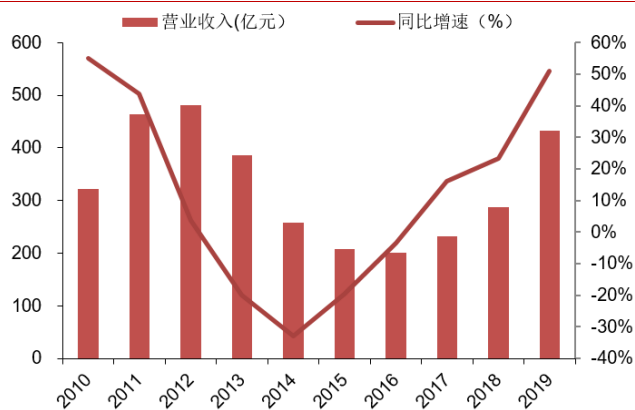


来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

1.4、财务情况：2019 年归母净利润实现翻番增长

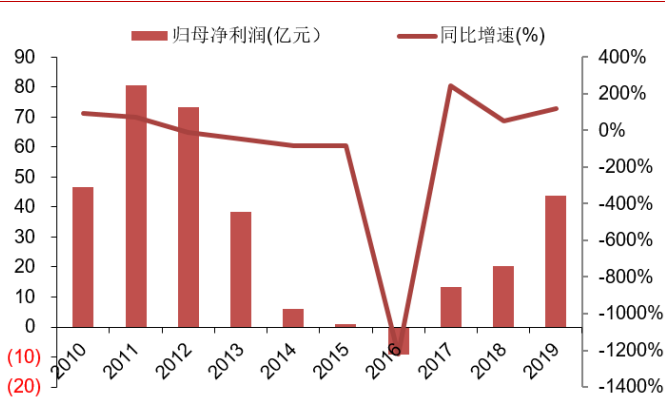
- **公司经营业绩自 2017 年起走向上升通道。**工程机械行业在 2012-2016 年经历了长达 5 年的深度调整，在此期间，公司业绩也出现大幅下滑，2016 年甚至出现亏损。在房地产、基建投资需求，“一带一路”沿线国家出口需求以及存量设备的更新换代等因素的拉动下，工程机械行业在 2016 年底开始出现复苏迹象，2017、2018、2019 年行业景气度持续高涨。公司经营业绩也从 2017 年开始出现好转，近三年业绩增速维持高位。2019 年，公司实现营收 433.1 亿元，同比增长 50.9%；实现归母净利润 43.7 亿元，同比增长 116.4%；实现扣非后归母净利润 35.1 亿元，同比增长 135.8%。2020 年一季度，公司实现营收 90.7 亿元，同比增长 0.6%；实现归母净利润 10.3 亿元，同比增长 2.4%。一季度，在新冠肺炎疫情影响下，公司营收和归母净利润实现逆势增长，业绩增速明显高于行业平均增速。

图表 10：公司历年营收及其同比增速

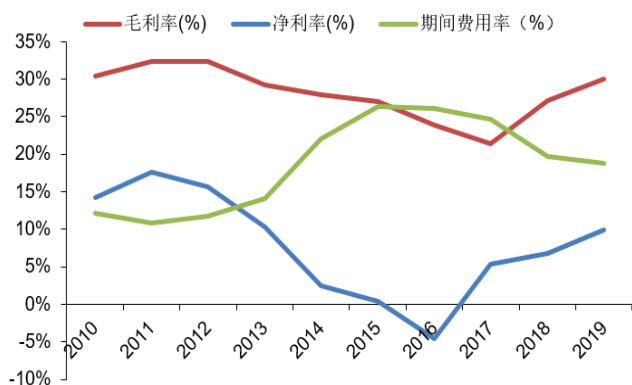


来源：wind、中泰证券研究所

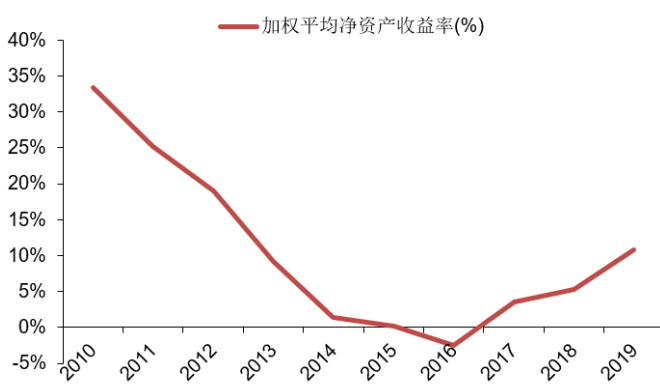
图表 11：公司历年归母净利润及其同比增速



来源：wind、中泰证券研究所

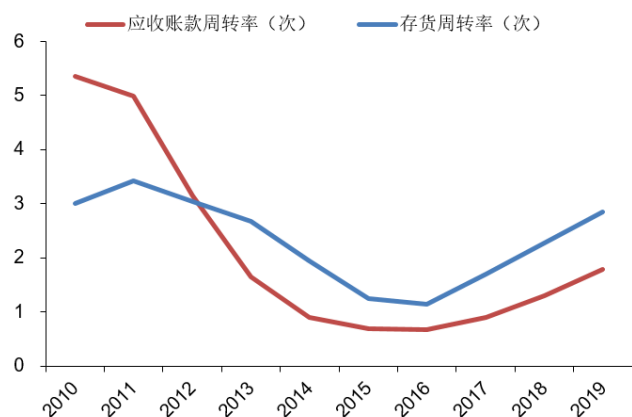
图表 12：公司历年毛利率、净利率、期间费用率


来源：wind、中泰证券研究所

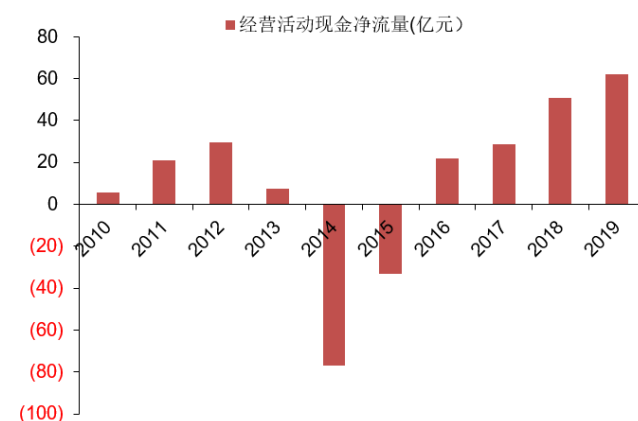
图表 13：公司历年加权平均净资产收益率


来源：wind、中泰证券研究所

- **公司盈利能力逐步提升。**公司毛利率、净利率自 2017 年起开始回升，期间费用率不断优化。2019 年，公司毛利率达 30.0%，同比提升 2.9pct；净利率达 9.9%，同比提升 3.1pct；加权平均净资产收益率达 10.8%，同比提升 5.5pct；期间费用率为 18.8%，同比降低 1.0pct。公司毛利率、净利率、ROE 水平平均持续提升，整体盈利能力不断增强。

图表 14：公司历年应收账款周转率、存货周转率


来源：wind、中泰证券研究所

图表 15：公司历年经营活动现金净流量


来源：wind、中泰证券研究所

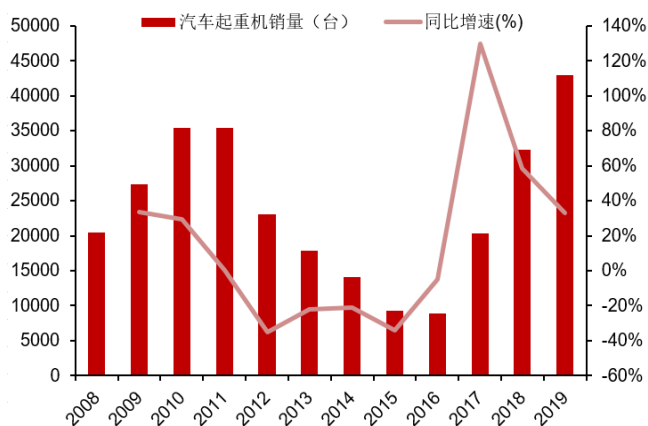
- **公司营运能力持续增强。**伴随着工程机械行业和公司业绩的逐渐好转，公司回款能力逐步增强，经营效率和经营质量大幅改善。2019 年，公司存货周转率达 2.8 次，同比增加 0.6 次；应收账款周转率达 1.8 次，同比增加 0.5 次；公司存货周转率和应收账款周转率不断提升，整体营运能力持续增强。
- **公司现金流情况大幅改善。**2019 年，公司经营活动现金净流量达 62.2 亿元，同比增加 11.6 亿元，现金流情况持续改善。公司各项经营指标持续健康向上，2019 年经营质量达到历史最好水平。

2、起重机械：起重机械迎来更新换代高峰，塔机市场景气度高涨

2.1、起重机械在 2020 年迎来更新换代高峰期

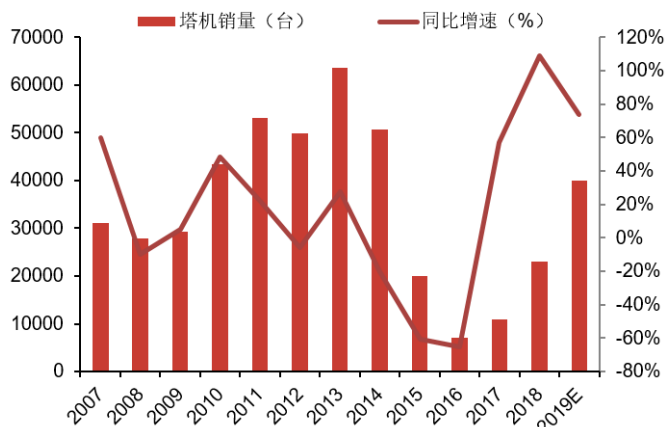
- 起重机械包括汽车起重机、塔式起重机、随车起重机、履带式起重机、全地面起重机、越野轮胎起重机等系列。各类起重机械产品均在 2017 年开始复苏，在 2008-2011 年销售的大量起重机械预计将在 2020 年前后进入更新换代的高峰期。
- 2019 年，汽车起重机销售 4.3 万台，同比增长 33.1%。2019 年汽车起重机销量超过 2011 年的峰值，创下历史新高。2020 年 3 月，汽车起重机销售 6380 台，同比降低 5.7%，受疫情影响，汽车起重机需求后移，预计 2020 年销量将再创新高。
- 2018 年，塔机销售 2.3 万台，同比增长 109.1%。根据产业链调研数据显示，预计 2019 年塔机销售超过 4 万台。塔机市场依然火爆，大塔持续供不应求。
- 2018 年，随车起重机销售 1.4 万台，同比增长 30.7%。随车起重机销售创历史新高。2018 年，履带式起重机销售 1828 台，同比增长 35.0%，销量增速维持高位。

图表 16：汽车起重机销量及同比增速



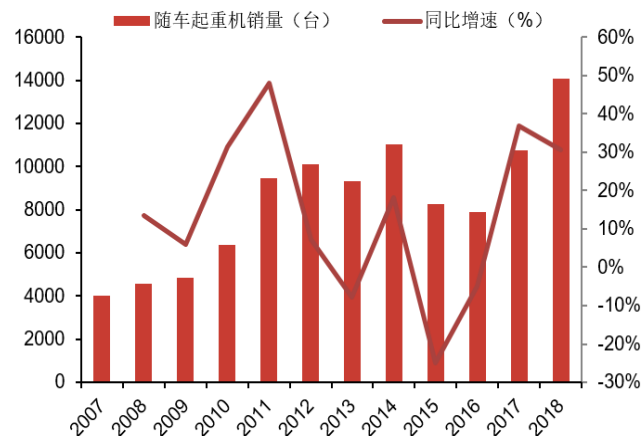
来源：中国工程机械工业协会、中泰证券研究所

图表 17：塔机销量及同比增速



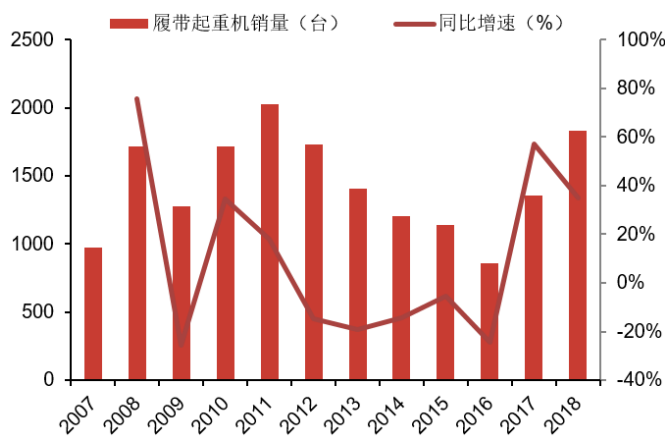
来源：中国工程机械工业协会、中泰证券研究所

图表 18：随车起重机销量及同比增速



来源：中国工程机械工业协会、中泰证券研究所

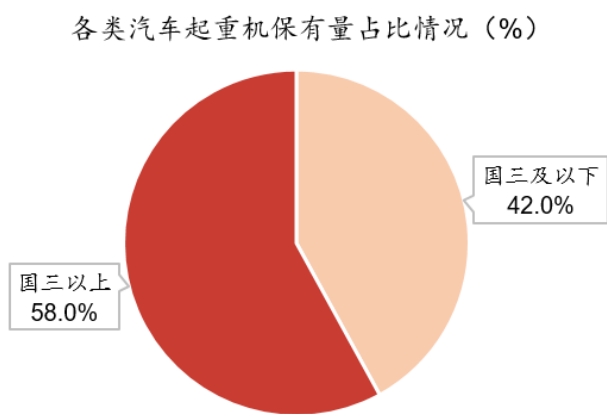
图表 19：履带起重机及同比增速



来源：中国工程机械工业协会、中泰证券研究所

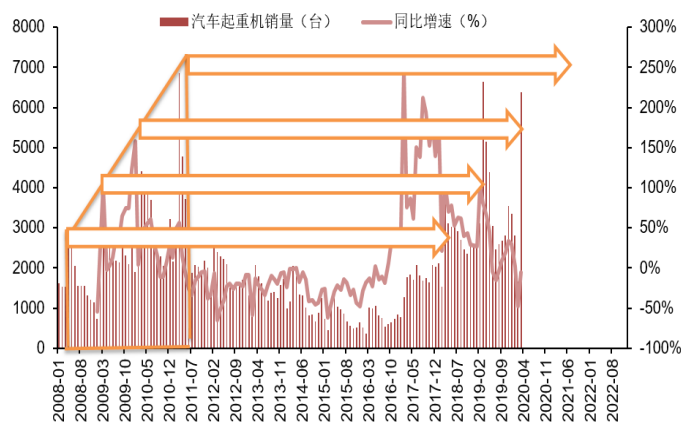
- 起重机械属于工程机械的后周期产品，其复苏滞后于挖掘机，而且寿命大概在 10 年左右，预计在上一轮周期中销售的大量起重机械将在 2018-2021 年迎来更新换代的高峰期。2018、2019 年各类起重机产品的实际销量数据也进一步佐证了我们的观点，汽车起重机、塔机、随车起重机、履带起重机销量在 2017 年开始正增长，2018、2019 年销量持续攀升，预计 2020 年各类产品销量仍将维持高位。
- 另一方面，环保政策的趋严，不符合排放标准的落后机型有望加速出清，也将有力推动替换潮。而在 2008-2011 年销售的大量起重机械大部分为国三标准，目前汽车起重机国六标准逐步实施，也将带动产品的更新替代。当前汽车起重机国三及以下的产品保有量占比高达 42.0%，未来伴随着国三标准车辆在市面上的逐步退出，更新需求也有望持续进行。

图表 20：各类汽车起重机保有量占比情况



来源：中国工程机械工业协会、中泰证券研究所

图表 21：汽车起重机替换高峰期预测图

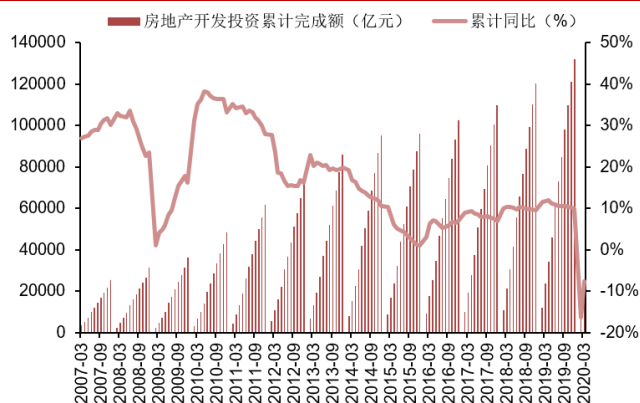


来源：中国工程机械工业协会、中泰证券研究所

2.2、受益于装配式建筑占比提升，大塔迎来发展良机

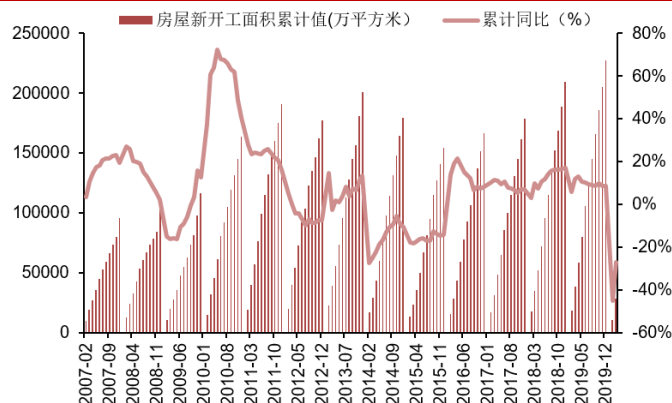
- 2016 年以来，我国房屋新开工面积和房地产开发投资增速均再上台阶。2019 年，我国房屋新开工面积达 22.7 亿平方米，同比增长 8.5%，增速依然维持在高位。房地产开发投资累计完成额高达 13.2 万亿元，同比增长 9.9%，投资增速再上台阶。2019 年以来房地产开发投资屡超市场预期，房地产投资的增加带动了工程机械行业景气度的持续高涨。2020 年初，受新冠肺炎疫情蔓延影响，我国房屋新开工面积和房地产投资增速均大幅下滑。目前国内疫情得到有效控制，伴随着复工复产进度的不断加快，预计 2020 年房地产投资依然具备较高韧性，对工程机械行业的拉动效应将会持续。
- 塔机市场与房屋新开工面积紧密相关。近年来，伴随着装配式建筑的崛起，对塔机，尤其是大型塔机的需求持续增加。装配式建筑是指把传统建造方式中的大量现场作业工作转移到工厂进行，在工厂加工制作好建筑用构件和配件（如楼板、墙板、楼梯、阳台等），运输到建筑施工现场，通过可靠的连接方式在现场装配安装而成的建筑。传统现浇中塔机主要吊装重量较小的钢筋水泥等，使用机型一般在 60-100 吨米范围内。在装配式建筑中，塔吊主要吊装重量较大的预制件，其适用的机型范围一般在 200-500 吨米。装配式建筑拉动了对大型塔机的需求，目前中大型塔机供不应求，市场持续火爆。

图表 22: 房地产开发投资累计完成额及增速



来源: wind、中泰证券研究所

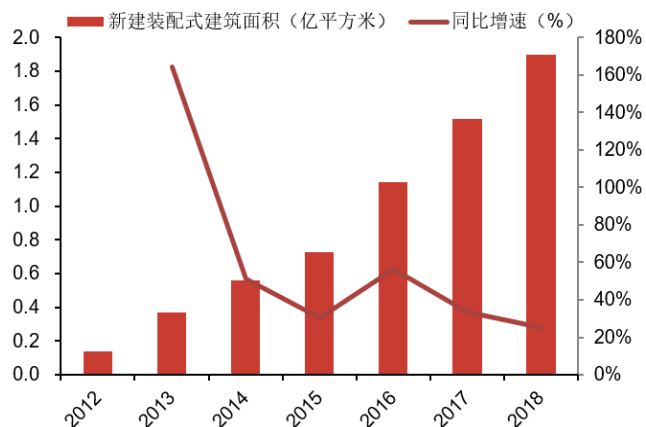
图表 23: 房屋新开工面积累计值及增速



来源: wind、中泰证券研究所

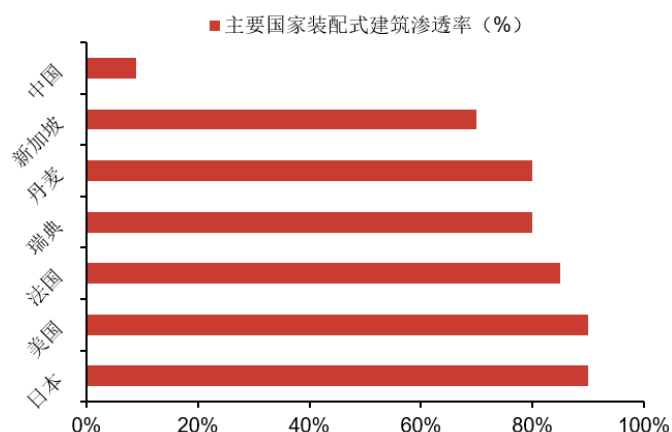
- 中国新建装配式建筑面积快速增长, 但渗透率依然较低。2018 年, 我国新建装配式建筑面积 1.9 亿平方米, 同比增长 25.0%, 占房屋新开工面积的比重提升至 9.1%, 而在 2012 年该比例还不足 1.0%。在渗透率方面, 日本、美国装配式建筑渗透率高达 90%, 法国为 85%; 中国与欧美日等发达国家相比, 装配式建筑的渗透率依然较低。

图表 24: 新建装配式建筑面积及增速



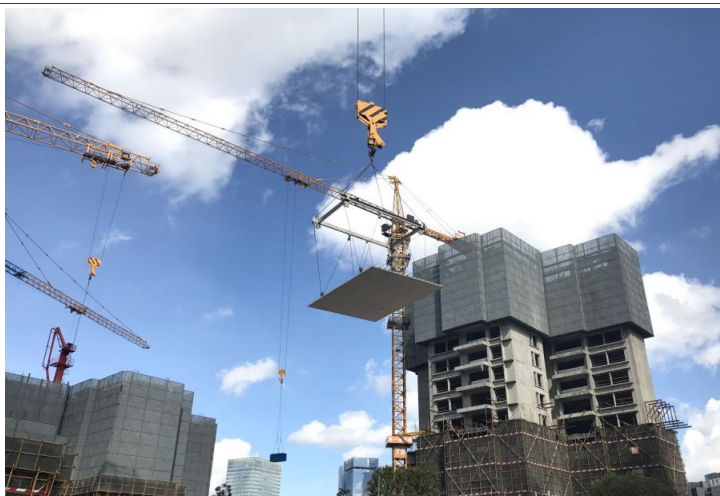
来源: wind、中泰证券研究所

图表 25: 主要国家装配式建筑渗透率



来源: wind、中泰证券研究所

图表 26: 装配式建筑施工实例



来源: 读特网、中泰证券研究所

- 近年来，我国政府出台了一系列政策支持装配式建筑行业发展。2016年2月国务院出台《关于大力发展装配式建筑的指导意见》要求要因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑，力争用10年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%。2017年3月住建部出台《“十三五”装配式建筑行动方案》，提出到2020年全国装配式建筑占新建建筑比例达到15%以上，其中重点推进地区、积极推进地区和鼓励推进地区分别大于20%、15%和10%。京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过300万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区。

图表 27：装配式建筑领域国家和地方政策

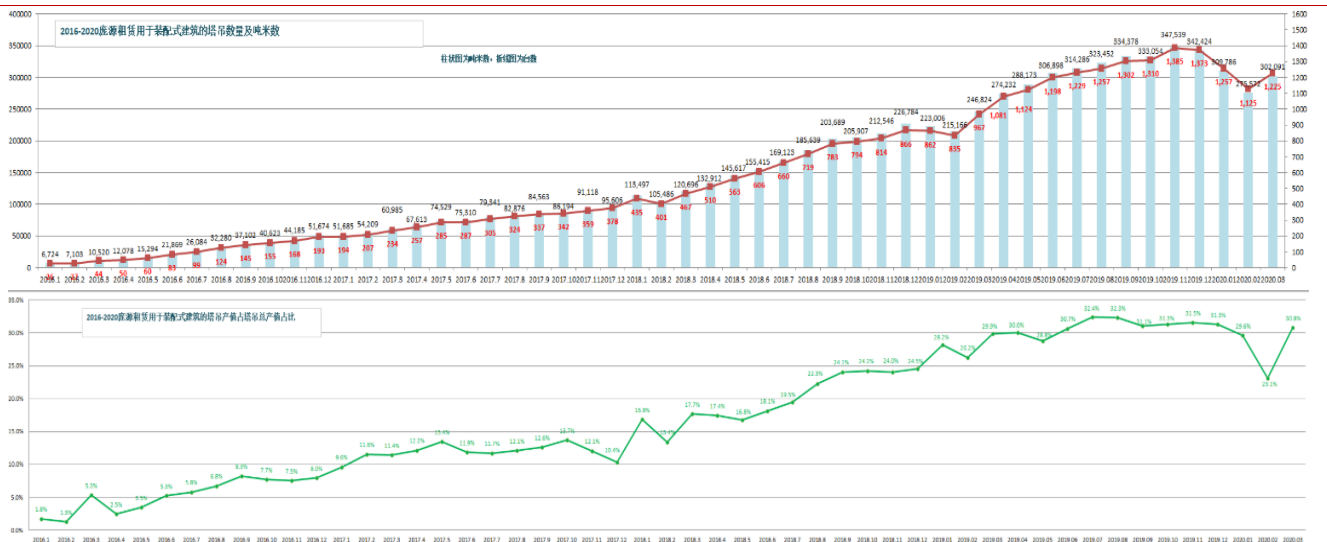
| 类型 | 主体 | 时间 | 部门 | 政策文件 | 主要内容 |
|-------------|------|-----------|-----------|--|--|
| 装配式建筑占比规定 | 中央 | 2016.02 | 国务院 | 关于大力发展装配式建筑的指导意见 | 要求要因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑，力争用10年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%。 |
| | 中央 | 2017.03 | 住建部 | “十三五”装配式建筑行动方案 | 提出到2020年全国装配式建筑占新建建筑比例达到15%以上，其中重点推进地区、积极推进地区和鼓励推进地区分别大于20%、15%和10%。培育50个以上装配式建筑示范城市，200个以上装配式建筑产业基地，500个以上装配式建筑示范工程，建设30个以上装配式建筑科技创新基地。 |
| | 地方配套 | 2017-2018 | 北京等各地区住建厅 | 各地区《关于推进装配式建筑发展的实施意见》 | 根据各地实际情况，明确2020年、2025年装配式建筑占新建建筑面积比例，明确重点推地区、积极推进地区、鼓励推进地区及各地区比例目标。 |
| 建筑装配化率规定 | 中央 | 2017-2018 | 住建部 | 《装配式混凝土建筑技术标准》、《装配式钢结构建筑技术标准》、《装配式木结构建筑技术标准》 | 明确规定被评定为装配式建筑的单体建筑需满足下列条件：1) 竖向承重构件为混凝土材料时，预制部品部件比例不应低于50%；2) 竖向非承重构件为金属材料、木材及非水泥基复合材料时，竖向构件应全部采用预制部品部件；3) 楼盖构件比例不低于70%；4) 外围护墙比例不低于80%；5) 内隔墙不低于50%；6) 采用全装修。 |
| | 地方配套 | 2017-2018 | 北京等各地区住建厅 | 《北京市发展装配式建筑2017年工作计划》等 | 细化了装配式建筑装配率要求、评价标准、实施范围等，如北京规定装配式建筑装配率不低于50%，同时明确高度在60米(含)以下时，单体建筑预制率应不低于40%，建筑高度在60米以上时，单体建筑预制率应不低于20%。 |
| 装配式建筑补贴支持政策 | 中央 | 2016.09 | 国务院 | 《关于大力发展装配式建筑的指导意见》 | 明确提出推进装配式建筑的保障措施，包括加大政策支持，给予相关企业政策优惠、税收优惠、土地保障等。 |
| | 中央 | 2017.03 | 住建部 | 《“十三五”装配式建筑行动方案》 | 明确提出要落实支持政策，包括鼓励各地创新支持政策，加强对供给侧和需求侧双向支持力度， |

| | | | | | |
|---|----------|---------------|-------------------|------------------------------------|--|
| 策 | | | | 动方案》 | 加强土地保障，税收优惠等，同时可将装配率水平作为支持鼓励政策的依据。 |
| | 地方 配套 | 2017-2 018 | 上海等 各地区 住建厅 | 各地区《关于 推进装配式建 筑发展的实施 意见》等 | 如北京提出包括面积奖励、财政奖励、增值税即 征即退优惠、房屋预收便利等支持政策；上海提 出符合条件的装配式建筑项目，每平方米补贴 100 元。 |

来源：国务院办公厅官网，住建部官网，北京市、上海市人民政府办公厅官网，中国报告网，中泰证券研究所

- 塔机生产厂商的客户主要为租赁商，庞源租赁为我国塔机租赁领域龙头企业。根据庞源租赁公布的数据显示，近年来，庞源租赁用于装配式建筑的塔机数量及吨米数基本呈现不断上升的态势，2020 年初受疫情影响小幅回落。庞源租赁用于装配式建筑的塔机产值占塔机总产值的比重也呈现持续上升态势，2020 年 3 月，这一比重达到 30.8%，相比 2016 年 1 月份的 1.8% 大幅提升。另外，庞源租赁市场的价格指数基本呈现持续提升的状态，近年来塔机租赁价格不断上扬，塔机市场量价齐升，景气度持续高涨。

图表 28：庞源租赁用于装配建筑的塔吊使用情况



2.3、汽车起重机市场三足鼎立，塔机市场中联重科一家独大

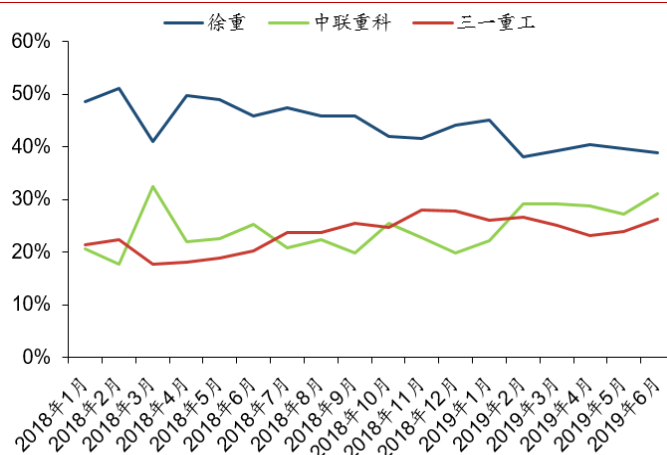
- **汽车起重机市场呈现出“三足鼎立”的格局。**徐重（徐工机械全资子公司）、中联重科、三一重工三家企业合计的市占率达到 90%以上，市场集中度较高。徐重市占率最高，在 40%左右，长期位居汽车起重机市场第一位，2019 年上半年市占率有所下滑。中联重科市占率 2019 年上半年持续提升至 30%左右。三一重工市占率在 20%-30%之间。安徽柳工市占率仅为 3%左右，位居第四位。汽车起重机市场壁垒较高，其他厂商竞争较为激烈。
- **2020 年一季度，中联重科工程起重机械月销量持续上升，市占率达历史最好水平。**根据中联重科公众号发布的信息了解到：一季度，公司工起事业部向全国多地客户批量交付产品，其中一次性向华东客户交付近亿元设备。另外，公司推出了多款技术领先的新品，推出后便供不应求；其中小吨位汽车吊新品 ZTC121V 和 ZTC250A 重磅上市，引起行业内客户广泛关注。3 月 13 日，公司 QUY650 履带式起重机完成国内西南首台最大单机风机成功吊装，创国内超 100 米“分体吊装”先河。3 月，公司实现工程起重机械产品出口单月破百台的佳绩。汽车起重机、履带起重机以及越野轮胎起重机广销俄罗斯、印尼、印度、沙特、新加坡等国。

图表 30：全新推出的中联重科“小旋风”12 吨起重机



来源：中联重科公众号、中泰证券研究所

图表 31：主要企业汽车起重机市占率



来源：中国工程机械工业协会、中泰证券研究所

- **塔机市场中联重科市占率高达 40%左右，国内龙头地位稳固。**在《中国工程机械》杂志发布的 2018 全球塔式起重机制造商 10 强榜单中，中国有中联重科、徐工、永茂控股三家企业上榜。2018 年，中联重科并购德国威尔伯特，进军欧洲高端塔机市场，进一步巩固了公司的全球塔机龙头地位。威尔伯特是一家在建筑行业有着 80 余年历史的老牌企业，是全球领先的变幅式动臂塔机制造商以及欧洲排名第三的塔机租赁商，在高端起重机领域欧洲市场占有率第一，其大型塔机的起重能力、精度及安全性在欧洲首屈一指。
- **2019 年，中联重科塔机智能工厂一期项目投产高效运营；塔机智能工厂二期项目启动开工建设，届时将建成为全球规模最大、智能化程度最高的塔机智能工厂。**2019 年，中联重科塔机收入突破 100 亿元，成为全球首家塔机年销售超过百亿的企业。目前，中联重科塔机市占率高达 40%左右，远超排名第二的徐工（市占率 12%左右）。中联重科大塔市占率超过 50%，伴随着装配式建筑的崛起，大塔需求持续增强，未来公司市

占率有望进一步提升。

图表 32：2018 年全球塔机制造商 10 强榜单

| 排名 | 公司名称 | 英文名称 | 成立时间 | 总部所在地 |
|----|---|--------------------------------|-------|-------|
| 1 | 马尼托瓦克-波坦 Mantowoc-Potan | POTAIN [®] | 1928年 | 美国 |
| 2 | 利勃海尔 Liebherr Group | LIEBHERR | 1949年 | 德国 |
| 3 | 中联重科 Zoomlion Heavy Industry Science & Technology Co., Ltd. | ZOOMLION 中联重科 | 1992年 | 中国 |
| 4 | 法福克集团 Favre Favco Group | FAVRE FAVCO | 1923年 | 马来西亚 |
| 5 | 沃尔夫 WOLFFKRAN AG | WOLFFKRAN | 1854年 | 瑞士 |
| 6 | 科曼萨 Comansa | COMANSA | 1962年 | 西班牙 |
| 7 | 特雷克斯 Terex Corporation | TEREX | 1925年 | 美国 |
| 8 | 徐工集团 XCMG | XCMG | 1989年 | 中国 |
| 9 | 永茂控股 Yongmao Holdings Limited | 永茂 YONGMAO HOLDINGS LIMITED | 1992年 | 中国 |
| 10 | RAIMONDI Raimondi Cranes SpA | RAIMONDI | 1863年 | 意大利 |

来源：《中国工程机械》杂志、中泰证券研究所

图表 33：中联重科塔机智能工厂



来源：中国新闻网、中泰证券研究所

3、混凝土机械：更新高峰期来临，2020 年有望维持高增长

3.1、混凝土机械更新高峰来临，泵车、搅拌车市场持续高景气

- 混凝土机械产品包括混凝土搅拌站（楼）、混凝土搅拌运输车、混凝土泵车、车载式混凝土泵车、混凝土拖泵、混凝土布料机、干混砂浆成套设备、机制砂成套设备、混凝土喷射机械手等。

图表 34：中联重科国六混凝土泵车



来源：中联重科公众号、中泰证券研究所

图表 35：中联重科混凝土搅拌车

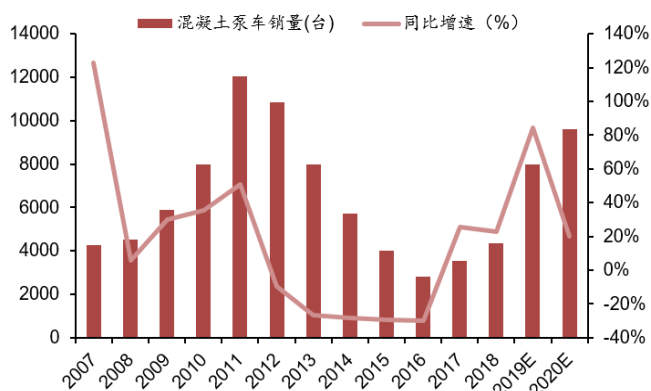


来源：中联重科官网、中泰证券研究所

- 混凝土泵车销量自 2017 年以来持续高增长。2008 年金融危机后，受“四万亿”政策刺激影响，基建和房地产投资维持高位，带动混凝土机械需求旺盛。混凝土泵车销量在 2011 年达到 1.2 万台的销售峰值，之后经历了 2012-2016 年长达五年的下滑。行业从 2017 年开始出现反转，2018 年混凝土销售 4346 台，同比增长 23.0%；预计 2019 年混凝土泵车销量在 8000 台左右，销量增速再上台阶。混凝土泵车作为工程机械的后周期产品，复苏滞后于挖掘机，且其寿命大概为 10 年左右，预计 2020 年将迎来更新换代的高峰期。

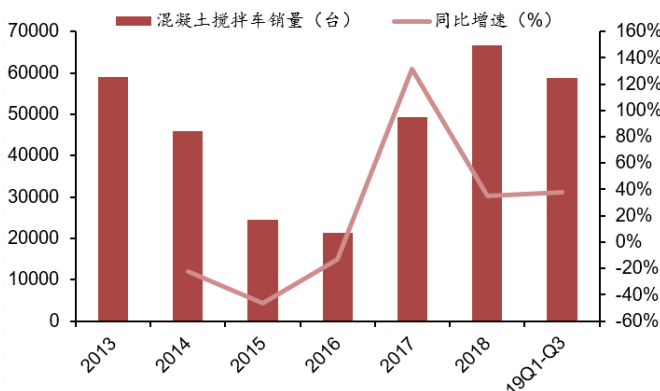
- 混凝土搅拌车也于 2017 年开始复苏。2017 年，混凝土搅拌车销售 4.9 万台，同比增长 131.3%；2018 年混凝土搅拌车同比增长 35.3%；2019 年前三季度，混凝土搅拌车销售 5.9 万台，同比增长 37.9%。

图表 36：混凝土泵车销量及同比增速



来源：中国工程机械工业协会、中泰证券研究所

图表 37：混凝土搅拌车销量及同比增速



来源：中国工程机械工业协会、汽车总站、中泰证券研究所

- 根据产业链调研数据显示，目前国三及以下标准的混凝土泵车保有量占比高达 63%，国三及以下标准的混凝土搅拌车保有量为 42%。未来伴随着环保政策的趋严，老旧机械的退出预计将有望加速。国三标准的混凝土机械或将逐步从高级市场进入低级市场，比如进入二三线城市、农村市场或者渗透到海外市场，进行逐步淘汰的过程。
- 另外，2015 年初，工信部发布了“关于规范混凝土搅拌运输车《公告》管理要求的通知”。规定要求，2 轴搅拌车罐体容积不得超过 4 立方米、3 轴搅拌车容积不得超过 6 立方米、4 轴搅拌车容积不得超过 8 立方米，同时也对搅拌罐的几何容量做出了限制。搅拌车公告政策实施后，特别是 2019 年“无锡高架坍塌”事故后，各地对治超执行的越发严格，小方量搅拌车逐渐成为基建工程主力军，未来一两年搅拌车或将出现政策性更换高潮。

3.2、龙头厂商泵车涨价，行业有望进入高质量发展阶段

- 2020 年 4 月 2 日，中联重科宣布将奔驰底盘混凝土泵车价格提高 5%到 10%不等。涨价原因一方面是公司最新推出的镂空臂架泵车在技术性能上优越于其他同类型产品，销售火爆，深受客户欢迎；一方面是疫情期间，核心供应件紧张，导致零部件采购成本上升，且施工期压缩，设备需求大增。
- 4 月 9 日，三一重工泵送事业部发布《敬告客户书》，对其混凝土泵车价格全面提高 5%-10%不等。当前，海外新冠疫情全面蔓延，欧洲重卡底盘厂家相继宣布停工或减产，工程机械行业进口底盘资源非常紧缺，且底盘由三代向四代，欧五向欧六升级成本大幅上升。国内疫情防控形势持续向好，企业全面有序复工；在一系列逆周期调节措施的干预下，基建快速回升，房建逐步恢复，工程机械需求“超补偿反弹”可期，主机厂及零部件厂商持续超负荷排产，产品供不应求。
- 我们认为，本次泵车涨价，一方面是由于海外疫情蔓延，导致国外底盘等零部件采购受阻，生产成本提升；叠加国内市场需求旺盛，产品供不应求。另一方面，各大主机厂本次涨价是希望能够结束去年的价格战，

稳定市场价格，防止因价格下行带来的产品质量下降，希望推动行业进入高质量发展阶段。

图表 38: 三一重工《敬告客户书》

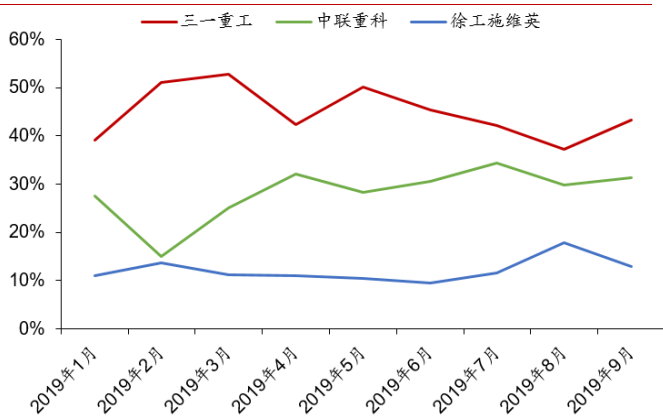


来源：三一重工泵送事业部、中泰证券研究所

3.3、混凝土泵车市场呈现双寡头垄断特征，搅拌车市场竞争较为充分

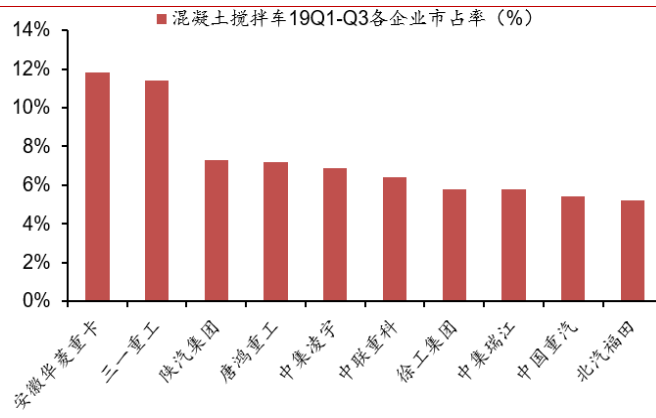
- **混凝土泵车市场三一、中联双寡头垄断。**2019年前三季度，三一、中联两家企业混凝土泵车市占率高达75%左右；三一、中联、徐工施维英（徐工集团与德国施维英的合资公司）三家企业市占率接近90%。预计2019年全年三一、中联混凝土泵车合计市占率在80%左右，2020年一季度可能达到85%左右，混凝土泵车市场集中度未来或将进一步提升。
- **三一混凝土泵车市占率维持在40%以上，高时会超过国内市场的半壁江山，长期稳居混凝土泵车市占率第一的位置。**不仅如此，三一泵车产量也居世界首位，是全球最大的长臂架、大排量泵车制造企业。2012年，三一并购混凝土机械全球第一品牌德国普茨迈斯特，改变了行业竞争格局。目前中联混凝土泵车市占率在30%左右，位居第二位；2008年，中联并购意大利CIFA公司，强化了自身混凝土机械制造能力；2020年第一季度，中联泵车销售超过700台，今年一季度市占率高达48%左右，相比去年同期30%左右的市占率明显提升。徐工施维英混凝土泵车市占率在12%左右，其他企业合计占比10%以上。

图表 39: 主要企业混凝土泵车市占率



来源：中国工程机械工业协会、中泰证券研究所

图表 40: 混凝土搅拌车 19Q1-Q3 各企业市占率



来源：中国工程机械工业协会、汽车总站、中泰证券研究所

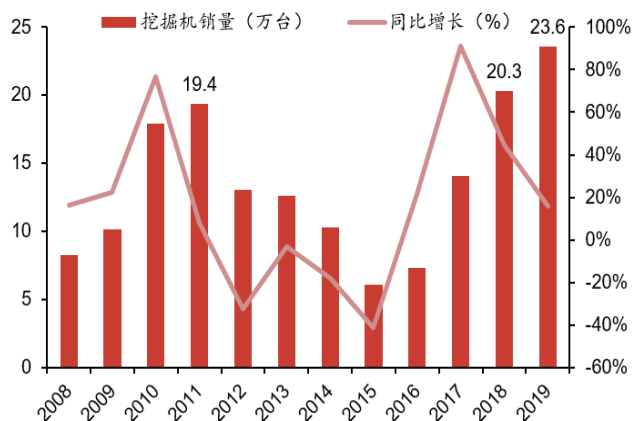
- **混凝土搅拌车市场竞争较为充分。**安徽华菱重卡、三一重工市占率较高，2019 年前三季度分别为 11.8%、11.4%；中联重科市占率为 6.4%，排名第六位。在搅拌车市场上，前十家企业合计市占率为 73.2%，虽然 CR10 比较高，但是前十家中除华菱重卡和三一重工超过 10%外，其他各家的市占率相差不大。
- **2020 年第一季度，中联重科泵车产品销量同比增长 25%，逆势而上再创佳绩。**自 3 月以来，随着全国各重点建设项目复工率的持续提升，混凝土机械市场也逐渐回暖，3 月中联重科泵车销售更是达到了近年来的销售最高峰。中联重科两款 4.0A 凌云系列泵车新品 3 月上市，现在已成为行业内热销产品。凌云系列泵车采用了中联重科首创的镂空臂架设计“黑科技”，是目前行业内轻量化技术的巅峰之作，代表了行业最领先的技术。“轻量化”也是中联重科搅拌车新品的亮点。两款搅拌车新品实现了“稳定可靠”和“轻量化”两大需求的完美结合，既节能省油又能多装混凝土。

4、新兴板块：挖掘机业务快速提升，高空作业平台前景可期

4.1、挖掘机销售屡超预期，市场行情火爆

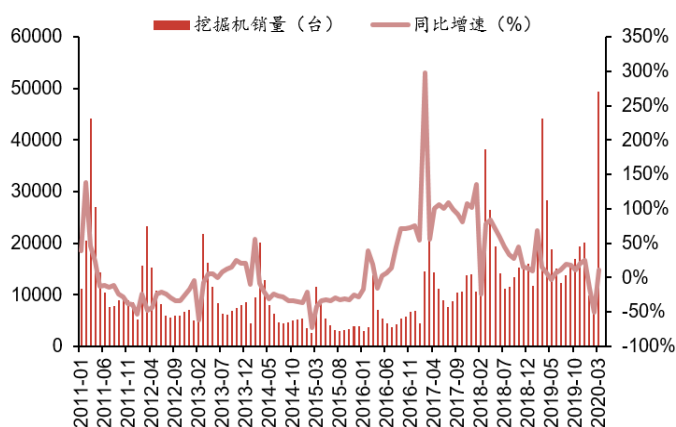
- **2019 年挖掘机市场行情火爆，全年销量创历史新高。**在 2008 年政府“四万亿”的投资刺激之后，以挖掘机为代表的工程机械产品产销量大幅提升，国内挖掘机年销量一度攀升至 2011 年的 19.4 万台。2012 年，行业需求急速下滑，并随之进入长达连续 5 年的深度调整期，2015 年挖掘机全年销量跌至 6.1 万台，仅约为高峰期的 30%。2016 年四季度以来，行业筑底回暖趋势确定，挖掘机月销量屡超预期。2017 年，挖掘机实现销量 14.0 万台，同比增长 91.2%。2018 年，挖掘机共计销售 20.3 万台，超过 2011 年 19.4 万台的极值，刷新历史记录。2019 年，挖掘机销售 23.6 万台，同比增长 15.9%，再创历史新高。

图表 41：挖掘机年销量及同比增速



来源：wind、中泰证券研究所

图表 42：挖掘机月度销量及同比增速



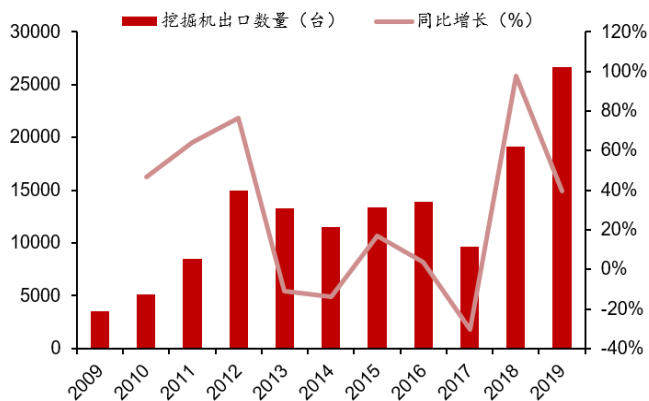
来源：wind、中泰证券研究所

- **预计 2020 年挖掘机市场仍将保持稳定增长。**自 2016 年底复苏以来，挖掘机市场景气度持续高涨，目前已历经连续三年的快速增长，虽然存量设备的集中更新换代接近尾声，但房地产、基建和“一带一路”出口等需求的拉动依然不减，挖掘机国四标准即将出台，环保政策愈发趋严，叠加美丽乡村建设如火如荼，机器人经济显现，预计到 2020 年挖

掘机销量仍将维持高位，但增速或将放缓。2020 年初，受新冠肺炎疫情疫情影响，2 月复工延迟，挖掘机需求整体后移一个月左右；2020 年，工期压缩带来需求集中释放，叠加基建投资预计将会上扬，带动挖掘机市场景气度持续高涨，我们预计 2020 年挖掘机销量增速大概在 0-10% 左右。

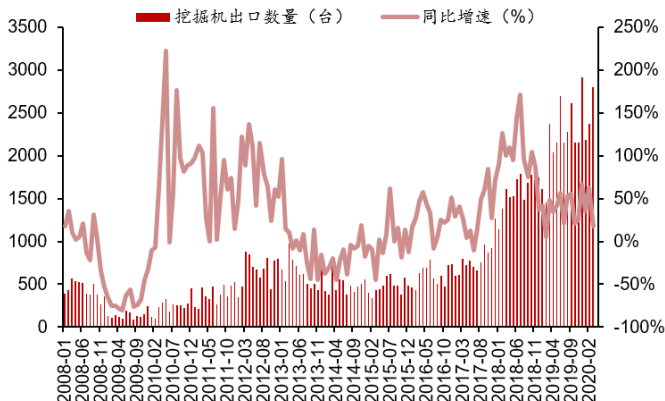
- **本轮行业的高景气与上一轮周期有质的区别。**2011 年受国家“四万亿”投资的刺激，工程机械行业进入发展的顶峰，在此期间，行业内产能急剧增加，叠加信贷扩张，“低首付、零首付”频现，提前透支后续需求，并导致产能过剩状态。随后历经长达五年的调整消化，许多小厂商破产倒闭，行业内经历一轮大洗牌。一直持续到 2016 年底，行业迎来新一轮更新周期，发展曙光初现。本轮行业复苏各大主机厂表现的更加理性，主要企业盈利能力大幅提升，资产负债表逐步修复，经营质量和经营效率均实现质的飞跃，也没有出现一味扩大产能的现象，未来行业高景气有望延续。

图表 43：挖掘机年出口数量及同比增速



来源：wind、中泰证券研究所

图表 44：挖掘机月度出口数量及同比增速



来源：wind、中泰证券研究所

- **挖掘机出口数量屡创新高。**2019 年，挖掘机共计出口 26616 台，同比增长 39.4%，出口增速远高于行业整体增速，2019 年挖掘机出口数量创下历史新高。自 2017 年下半年以来，我国挖掘机出口数量屡创新高，“一带一路”沿线国家是我国挖掘机出口的主要对象。工程机械企业依托“一带一路”积极拓展国际业务，加强在沿线国家的布局收效显著。2020 年 3 月，挖掘机出口销量 2798 台，同比增长 17.7%；受海外疫情爆发影响，挖掘机出口销量增速相对前几个月有所放缓。
- **挖掘机市场具有较强的季节性因素，2020 年 3 月挖掘机销售 4.9 万台，创单月历史新高。**每年的 2-5 月是挖掘机销售的旺季，尤其是在 3 月份，挖掘机销售将达到一年中的最高值。2020 年 3 月，挖掘机销售 4.9 万台，同比增长 11.6%，销量创单月历史新高；1-3 月，挖掘机共计销售 68630 台，同比降低 8.2%。2020 年 1 月，受春节假期影响，挖掘机销售 9942 台，同比下降 15.4%；2 月，受新冠肺炎疫情影响，全国开工延迟，挖掘机销售 9280 台，同比下降 50.5%。3 月，全国各地陆续复工复产，开工加快，叠加前两个月需求后移因素影响，挖掘机销售 4.9 万台，同比增长 11.6%，3 月挖掘机销量创下单月历史新高。疫情导致工程机械需求后移，预计 4-5 月挖掘机销量仍将保持高速增长。
- **3 月小挖增速较快。**分机型来看，3 月小挖销售 30105 台，同比增长 18.4%；中挖销售 11288 台，同比增长 0.2%；大挖销售 5217 台，同比增长 0.2%。受益于新农村建设进程的加快，小挖实现快速增长。伴随着基建和房地

产项目的陆续开工，预计未来中大挖需求有望持续增加。

- **挖掘机市场进入量价齐升阶段。**2020 年 4 月以来，三一、徐工、山东临工、柳工、雷沃、山河智能等主机厂均发布了挖掘机产品的涨价通知，小挖价格平均提高 10%，中大挖价格平均提高 5% 左右。我们认为，本次挖掘机涨价主要原因有：（1）伴随着海外疫情爆发，国外液压件等零部件供应不畅，海外采购成本上升和国产零部件适配成本较高，造成主机厂经营成本提升。（2）我国复工复产后，挖掘机市场需求旺盛，小挖产品一度供不应求，主机厂生产压力加大。（3）去年挖掘机价格下跌幅度较大，代理商利润率较低，经营困难，本次涨价也将重建起产业链上下游良好生态。

图表 45：2020 年 4 月主要企业挖掘机涨价通知



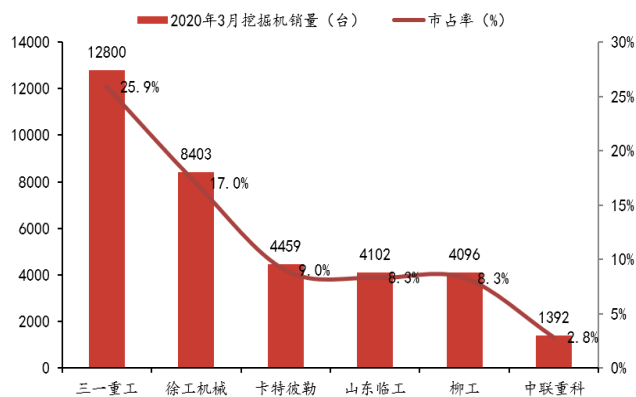
来源：三一重工、徐工、山东临工，中泰证券研究所

4.2、中联重科大力布局土方机械，挖掘机业务快速提升

- **国产品牌市占率持续提升。**2020 年 3 月，国产厂商三一、徐工、山东临工、柳工挖掘机销量分别为 12800、8403、4102、4096 台，分别同比增长 14.2%、34.7%、55.2%、24.7%，销量增速均高于行业平均增速。三一市占率提升至 25.9%，连续九年蝉联销量冠军；徐工市占率达 17%，相比去年同期大幅提升。山东临工、柳工市占率进一步提升至 8.3%。而外资品牌卡特彼勒 3 月销售 4459 台，同比下降 0.7%，市占率降低至 9.0%。国产品牌市占率持续提升至 69.9%，外资品牌下滑明显。
- **中联重科大力布局土方机械，2020 年 3 月挖掘机市占率达 2.8%。**中联重科土方机械经过调整恢复，重新布局，现在已经全面发力，在市场上取得显著成效。2020 年 3 月，中联重科挖掘机销售 1392 台，市占率达 2.8%，环比增速超过 300%；一季度公司挖掘机同比增速超过 600%。中联重科挖掘机凭借公司强大的品牌影响力，在市场上的认可逐步加强。2019 年，长沙中联智慧产业城挖掘机机械园区开工建设，建成后公司挖掘机生产销售预计将再上台阶。2019 年，公司推出的新品小挖 ZE60E-10、ZE75E-10 油耗、效率优势突出，获得市场青睐，加速液压、智能、结

构等共性技术研发与运用，完成全国省级销售服务网点布局，后发优势初显，有望成为公司未来的强力增长点。

图表 46：20 年 3 月主要企业挖掘机销量及市占率



来源：中国工程机械工业协会、中泰证券研究所

图表 47：中联重科 6t 履带式液压挖掘机-ZE60E-10

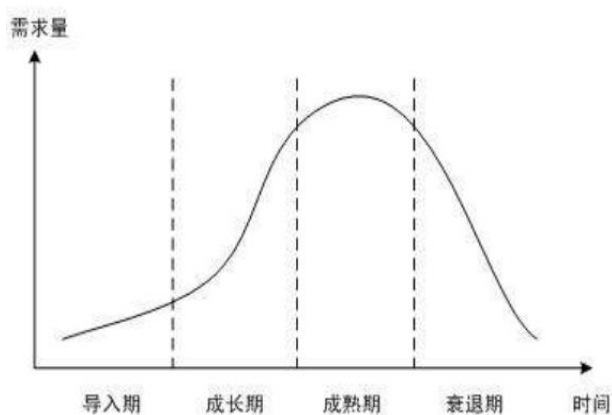


来源：中联重科官网、中泰证券研究所

4.3、高空作业平台市场为工程机械行业新蓝海

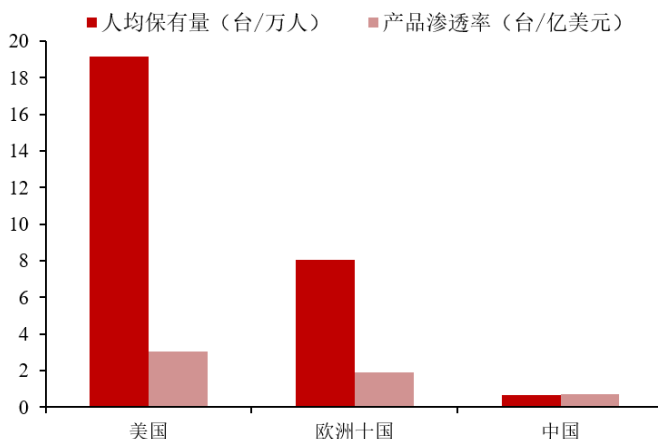
- **中国高空作业平台市场尚处于导入期。**欧美等发达国家高空作业平台市场率先进入快速发展阶段，目前行业已逐步迈入成熟期。中国高空作业平台市场起步较晚，目前仅有十余年的发展历程，行业尚处于导入期。当前我国大量高空作业仍然以搭建脚手架为主，高空作业平台仍未被广泛使用，伴随着中国城市化进程的不断加快，对劳动人员安全意识的不断提升，以及人工成本上升和使用高空作业平台性价比的提升，未来我国高空作业平台市场有望实现爆发式增长。
- **中国高空作业平台市场近年来高速增长。**近几年来中国高空作业平台销量年均增速达到 45% 左右，无疑是工程机械行业中成长性最高的子行业。根据中国工程机械工业协会装修与高空作业机械分会对 10 家升降工作平台主要生产企业统计，2019 年 1-11 月，高空作业平台累计销售 69354 台。预计 2019 年将超过 7 万台，实现翻番式增长。

图表 48：行业生命周期曲线图



来源：中国产业研究报告网、中泰证券研究所

图表 49：各地高空作业平台人均保有量及产品渗透率



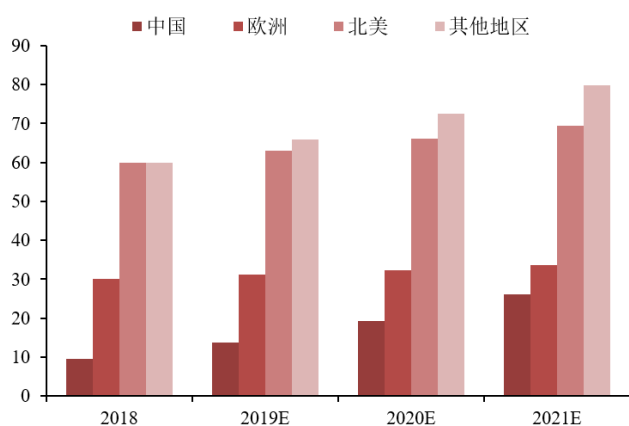
来源：IPAF、华经情报网、中泰证券研究所

- **中国高空作业平台人均保有量和渗透率与发达国家相比仍存在较大差距。**目前，美国高空作业平台人均保有量约为 19.2 台/万人，欧洲十国

人均保有量约为 8.0 台/万人，而中国的人均保有量仅为 0.7 台/万人。相比欧美发达国家，中国的人均保有量依然较低，未来存在较大的增长空间。在高空作业平台产品渗透率（设备台数与 GDP 之比）方面，中国与发达国家也存在较大差距，中国高空作业平台产品渗透率仅为 0.7 台/亿美元，而美国和欧洲十国的产品渗透率分别达到 3.1、1.9 台/亿美元。

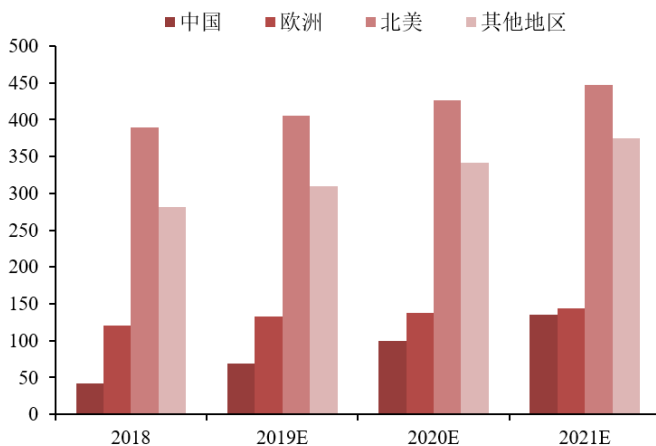
- **中国高空作业平台保有量较低，市场规模有望快速增长。**2018 年，中国高空作业平台保有量为 9.5 万台，北美保有量为 60 万台，欧洲保有量为 30 万台，其他地区保有量为 60 万台。中国高空作业平台保有量与欧美发达国家相比依然存在较大差距，中国市场增长潜力较大。IPAF 预计未来 3 年中国高空作业平台保有量将会以 40% 的增速快速增长，而欧美发达国家的增速仅为 5% 左右。2018 年，中国高空作业平台市场规模为 42 亿元，预计未来 3 年将保持超过 45% 的增速高速增长，逐步缩小与欧美发达国家的差距。

图表 50: 各地高空作业平台保有量 (万台)



来源: IPAF、华经情报网、中泰证券研究所

图表 51: 各地高空作业平台市场规模 (亿元)

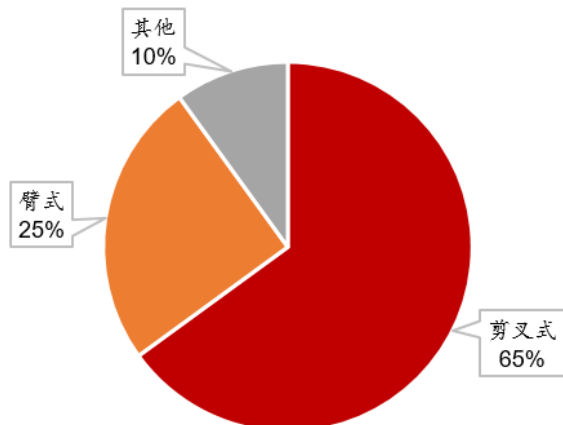


来源: IPAF、华经情报网、中泰证券研究所

- **中国高空作业平台市场，剪叉式占比依然较大。**高空作业平台可分为剪叉式、臂式、桅柱式、套筒油缸式等等。在中国高空作业平台市场上，剪叉式占比达 65% 左右，臂式占比 25% 左右。而在北美发达市场上，臂式占比接近 40%。相较于臂式而言，剪叉式进入门槛较低，而且剪叉式的投资回收期更短，中国市场上剪叉式率先放量，未来伴随着市场逐步走向成熟，臂式产品放量可期。
- **2019 年 1-11 月，我国剪叉式高空作业平台销售 5.9 万台，臂式销售 6938 台，桅柱式销售 2905 台，套筒油缸式销售 349 台。**剪叉式仍然占据主导地位。出口方面: 2019 年 1-11 月，我国高空作业平台累计出口 19834 台，占总销量的 18.6%。其中剪叉式出口 1.6 万台，臂式出口 915 台，桅柱式出口 2435 台，套筒式销售 250 台。
- **目前许多企业将目光重点投向臂式产品，臂式产品占比未来有望逐步提升。**星邦重工 2018 年投产第一条臂式车生产线，计划产能 1200 台，2019 年原有工业园扩建二期制造工厂，建设面积 2.6 万平方米，总投资 7 亿元，拟形成 4200 台/套直曲臂高空作业平台产能。此外，徐工、中联等企业新增臂式产能也有望得到快速放量。

图表 52: 中国高空作业平台市场结构

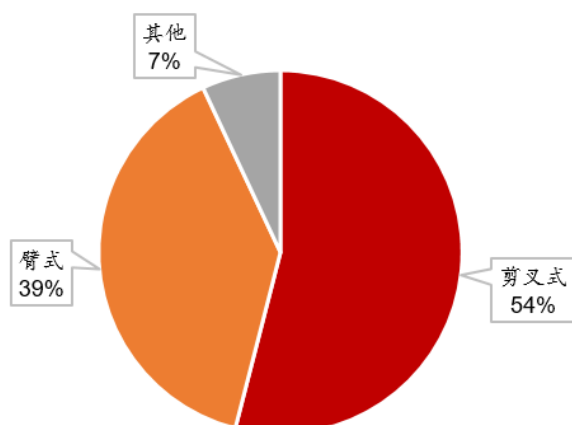
中国高空作业平台市场结构 (%)



来源: IPAF、华经情报网、中泰证券研究所

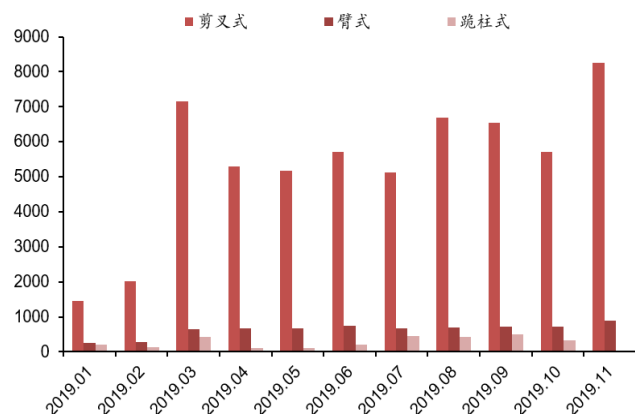
图表 53: 北美高空作业平台市场结构

北美高空作业平台市场结构 (%)



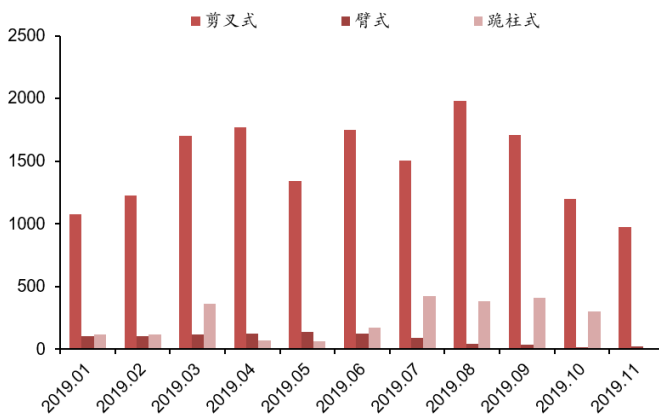
来源: IPAF、华经情报网、中泰证券研究所

图表 54: 2019 年 1-11 月中国高空作业平台各类型产品月度销量 (台)



来源: 中国工程机械工业协会、中泰证券研究所

图表 55: 2019 年 1-11 月中国高空作业平台各类型产品出口数量 (台)



来源: 中国工程机械工业协会、中泰证券研究所

- 与此同时, 中国高空作业平台市场的竞争也逐步加剧。国外高空作业平台龙头捷尔杰、特雷克斯等企业已在中国设立生产基地投产并逐步扩大规模; 国内企业除专注于高空作业平台生产制造的星邦重工等企业外, 徐工、中联重科、柳工、山东临工等传统的工程机械厂商也加快了在高空作业平台领域的布局。
- 随着中国经济社会的快速发展, 对建筑施工安全性的要求逐步提升, 高空作业平台需求持续增大; 叠加高空作业平台适用范围扩大和渗透率的持续提升, 未来高空作业平台有望迎来新一轮发展浪潮。

4.4、中联重科进入高空作业平台行业首年即迈入第一梯队

- 2018 年 10 月, 行业内全国首条覆盖剪叉式高空作业平台生产全工序的智能化流水线——中联重科高空作业平台自动化生产线也正式对外亮相, 中联重科高调进军高机市场。2019 年, 公司高空作业平台臂式智能产线实现量产。目前, 中联重科高空作业平台产品覆盖剪叉式、曲臂式、直

臂式等多种类型，产品已远销东南亚、欧洲等地区。

- 2019 年中联重科高空作业机械开局良好，产品受到客户广泛好评，进入行业首年即迈入国内高空作业平台领域的第一梯队。
- 2020 年 4 月 16 日，中联重科高空作业机械公司 ZA20JE 型电动曲臂式高空作业平台获得 2020 年度“中国工程机械年度产品 TOP50(2020)”。ZA20JE 电动曲臂式高空作业平台自 2019 年 9 月上市以来，在大型商超、展馆、建筑施工、老旧小区改造等室内、外工况得到了广泛应用；其具备大载荷、高效率、长续航、充电快等性能优点。
- 高空工作平台市场依然具备较高的成长性，公司战略布局高空作业平台市场，凭借着公司的品牌优势和市场影响力，预计公司高空作业平台市场占有率将持续提升，未来该项业务有望成为公司全新的增长点。

图表 56：中联重科 ZA20JE 电动曲臂式高空作业平台



来源：中国路面机械网、中泰证券研究所

图表 57：ZA20JE 型电动曲臂式高机荣获中国工程机械年度产品 TOP50



来源：中国路面机械网、中泰证券研究所

5、首次覆盖，给予“买入”评级

- 公司是我国工程机械行业龙头企业之一。2019 年，公司实现营收 433.1 亿元，同比增长 50.9%；实现归母净利润 43.7 亿元，同比增长 116.4%。公司业绩持续高增长，经营质量达到历史最好水平。2020 年一季度，公司营收和归母净利润实现逆势增长，业绩增速明显高于行业平均增速。2019 年，公司产品线销售职能回归事业部后，市场竞争优势进一步增强。2020 年，基建投资增速预计将持续提升，房地产投资增速仍具备较高韧性，带动工程机械需求旺盛。2020 年工程机械后周期产品迎来复苏高峰期，公司起重机械、混凝土机械等后周期产品营收占比高达 83%，主业优势明显。另外，公司战略布局挖掘机械和高空作业平台，将为公司未来业绩提供新的增长点。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 56.9、66.3、73.7 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 8.9、7.6、6.8 倍，对应的 PB 分别为 1.2/1.1/1.1 倍。公司估值水平相比三一重工、徐工机械等同行企业较低，具有较高的安全边际和投资价值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 58: 公司业绩分析

| 主营业务 | 财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 假设条件 |
|---------|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|--|
| 起重机械 | 销售收入 (百万元) | 12,472 | 22,147 | 26,621 | 29,283 | 30,747 | 1、2020 年我国基建投资增速预计将持续提升, 房地产投资增速预计仍保持较高韧性, 带动工程机械行业需求持续旺盛。 2、起重机械、混凝土机械作为工程机械行业的后周期产品, 预计将在 2020 年迎来更新换代的高峰期, 公司作为行业龙头企业之一, 公司主要产品销量增速高于行业平均增速水平。 3、公司大力布局的挖掘机、高空作业平台等新兴业务板块, 预计将在 2020 年逐步放量。 |
| | 销售收入 YoY (%) | 83.28% | 77.57% | 20.20% | 10.00% | 5.00% | |
| | 毛利率 (%) | 29.06% | 32.76% | 33.50% | 33.50% | 33.50% | |
| | 毛利润 (百万元) | 3,625 | 7,256 | 8,918 | 9,810 | 10,300 | |
| 混凝土机械 | 销售收入 (百万元) | 10,165 | 13,902 | 16,612 | 18,274 | 19,187 | |
| | 销售收入 YoY (%) | 38.59% | 36.75% | 19.50% | 10.00% | 5.00% | |
| | 毛利率 (%) | 23.96% | 27.41% | 29.00% | 30.00% | 30.00% | |
| | 毛利润 (百万元) | 2,436 | 3,810 | 4,818 | 5,482 | 5,756 | |
| 农业机械 | 销售收入 (百万元) | 1,477 | 1,583 | 1,742 | 1,916 | 2,012 | |
| | 销售收入 YoY (%) | -35.66% | 7.22% | 10.00% | 10.00% | 5.00% | |
| | 毛利率 (%) | 6.88% | 4.30% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | |
| | 毛利润 (百万元) | 102 | 68 | 87 | 96 | 101 | |
| 金融服务 | 销售收入 (百万元) | 497 | 733 | 843 | 927 | 1,020 | |
| | 销售收入 YoY (%) | 26.77% | 47.49% | 15.00% | 10.00% | 10.00% | |
| | 毛利率 (%) | 99.87% | 99.85% | 99.85% | 99.85% | 99.85% | |
| | 毛利润 (百万元) | 496 | 732 | 842 | 926 | 1,019 | |
| 其他机械和产品 | 销售收入 (百万元) | 4,085 | 4,942 | 7,003 | 9,104 | 10,925 | |
| | 销售收入 YoY (%) | 8.06% | 20.98% | 41.70% | 30.00% | 20.00% | |
| | 毛利率 (%) | 27.29% | 22.80% | 25.00% | 26.50% | 28.00% | |
| | 毛利润 (百万元) | 1,115 | 1,127 | 1,751 | 2,413 | 3,059 | |
| 合计 | 合计营业收入 (百万元) | 28,697 | 43,307 | 52,821 | 59,504 | 63,891 | |
| | 合计营业收入 YOY (%) | 23.30% | 50.92% | 21.97% | 12.65% | 7.37% | |
| | 合计毛利率 (%) | 27.09% | 30.00% | 31.08% | 31.47% | 31.67% | |
| | 合计毛利润 (百万元) | 7,773 | 12,993 | 16,415 | 18,726 | 20,235 | |

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 59: 可比公司估值

| 公司 | 代码 | 2020/4/30 股价 (元) | EPS(元) | | | | PE(倍) | | | |
|------|--------|---------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 三一重工 | 600031 | 19.65 | 1.33 | 1.61 | 1.80 | 1.98 | 12.81 | 12.20 | 10.90 | 9.93 |
| 徐工机械 | 000425 | 5.55 | 0.46 | 0.60 | 0.66 | 0.73 | 11.84 | 9.26 | 8.41 | 7.60 |
| 柳工 | 000528 | 6.88 | 0.69 | 0.78 | 0.86 | 0.90 | 10.07 | 8.82 | 7.98 | 7.64 |
| 安徽合力 | 600761 | 9.21 | 0.88 | 0.97 | 1.09 | 1.25 | 11.06 | 9.52 | 8.43 | 7.34 |
| 均值 | | | | | | | 11.45 | 9.95 | 8.93 | 8.13 |

来源: wind, 中泰证券研究所 (注: EPS、PE 来自 wind 一致性预测)

6、风险提示

- **基建、房地产投资不及预期风险。**公司所处的工程机械行业与基建和房地产投资密切相关, 如果基建投资或者房地产投资大幅下滑, 将对公司产品需求产生重要影响。
- **行业周期性下滑风险。**工程机械行业属于周期性行业, 自 2016 年底行

业开始复苏以来，目前已经经历三年多的景气周期，未来可能存在周期性下滑的风险。

- **市场恶性竞争风险。**工程机械行业内竞争较大，主要产品价格战此起彼伏，行业内可能存在低首付、零首付等非理性竞争现象。这将对公司长期稳健经营造成影响。
- **海外贸易环境恶化风险。**新冠肺炎疫情在全球蔓延，许多海外企业停工或减产，导致公司海外供应链受阻，如果与公司长期合作的零部件厂商不能够按时供货，公司正常生产经营将受到影响。
- **业绩不及预期风险等。**公司主营业务产品如果生产、销售不及预期，可能对经营业绩产生重要影响。

图表 60：中联重科盈利预测模型
损益表（人民币百万元）

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 | 28,697 | 43,307 | 52,821 | 59,504 | 63,891 |
| 增长率 | 23.3% | 50.9% | 22.0% | 12.7% | 7.4% |
| 营业成本 | -20,923 | -30,315 | -36,406 | -40,778 | -43,657 |
| % 销售收入 | 72.9% | 70.0% | 68.9% | 68.5% | 68.3% |
| 毛利 | 7,773 | 12,993 | 16,415 | 18,726 | 20,235 |
| % 销售收入 | 27.1% | 30.0% | 31.1% | 31.5% | 31.7% |
| 营业税金及附加 | -251 | -359 | -438 | -494 | -530 |
| % 销售收入 | 0.9% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% |
| 销售费用 | -2,379 | -3,780 | -4,810 | -5,519 | -5,926 |
| % 销售收入 | 8.3% | 8.7% | 9.1% | 9.3% | 9.3% |
| 管理费用 | -2,040 | -3,135 | -4,074 | -4,689 | -5,035 |
| % 销售收入 | 7.1% | 7.2% | 7.7% | 7.9% | 7.9% |
| 息税前利润 (EBIT) | 3,103 | 5,718 | 7,092 | 8,024 | 8,743 |
| % 销售收入 | 10.8% | 13.2% | 13.4% | 13.5% | 13.7% |
| 财务费用 | -1,244 | -1,215 | -881 | -739 | -607 |
| % 销售收入 | 4.3% | 2.8% | 1.7% | 1.2% | 1.0% |
| 资产减值损失 | 87 | -218 | -250 | -250 | -250 |
| 公允价值变动收益 | 33 | 22 | 20 | 20 | 20 |
| 投资收益 | 871 | 946 | 800 | 800 | 800 |
| % 税前利润 | 30.2% | 17.9% | 11.8% | 10.2% | 9.2% |
| 营业利润 | 2,849 | 5,253 | 6,781 | 7,855 | 8,706 |
| 营业利润率 | 9.9% | 12.1% | 12.8% | 13.2% | 13.6% |
| 营业外收支 | 37 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 税前利润 | 2,887 | 5,273 | 6,801 | 7,875 | 8,726 |
| 利润率 | 10.1% | 12.2% | 12.9% | 13.2% | 13.7% |
| 所得税 | -682 | -759 | -986 | -1,148 | -1,276 |
| 所得税率 | 23.6% | 14.4% | 14.5% | 14.6% | 14.6% |
| 净利润 | 1,957 | 4,275 | 5,555 | 6,467 | 7,190 |
| 少数股东损益 | -63 | -96 | -139 | -162 | -180 |
| 归属于母公司的净利润 | 2,020 | 4,371 | 5,694 | 6,629 | 7,370 |
| 净利率 | 7.0% | 10.1% | 10.8% | 11.1% | 11.5% |

现金流量表（人民币百万元）

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 净利润 | 1,957 | 4,275 | 5,555 | 6,467 | 7,190 |
| 加：折旧和摊销 | 837 | 5 | 7 | 10 | 13 |
| 资产减值准备 | 87 | -218 | -250 | -250 | -250 |
| 公允价值变动损失 | 33 | 22 | -20 | -20 | -20 |
| 财务费用 | 1,244 | 1,215 | 881 | 739 | 607 |
| 投资收益 | 871 | 946 | 800 | 800 | 800 |
| 少数股东损益 | -63 | -96 | -139 | -162 | -180 |
| 营运资金的变动 | -6,831 | -2,142 | 5,310 | 1,294 | 1,583 |
| 经营活动现金净流 | 5,064 | 6,219 | 9,696 | 9,914 | 9,249 |
| 固定资本投资 | 432 | -364 | 198 | 180 | 171 |
| 投资活动现金净流 | -7,589 | 9,734 | 156 | -235 | -94 |
| 股利分配 | -2,747 | -3,517 | -541 | -5,303 | -5,896 |
| 其他 | 1,776 | 10,222 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金净流 | -971 | 6,705 | -541 | -5,303 | -5,896 |
| 现金净流量 | -3,496 | 22,658 | 9,312 | 4,376 | 3,260 |

资产负债表（人民币百万元）

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 10,068 | 6,572 | 29,231 | 33,670 | 37,048 |
| 应收款项 | 25,048 | 26,450 | 27,195 | 27,375 | 27,643 |
| 存货 | 9,551 | 11,772 | 12,793 | 13,199 | 13,527 |
| 其他流动资产 | 25,703 | 18,389 | 5,648 | 6,303 | 6,768 |
| 流动资产 | 70,369 | 63,182 | 74,867 | 80,547 | 84,986 |
| % 总资产 | 75.3% | 68.6% | 72.3% | 73.7% | 74.8% |
| 长期投资 | 3,123 | 3,499 | 3,908 | 4,258 | 4,558 |
| 固定资产 | 5,439 | 5,803 | 5,604 | 5,424 | 5,253 |
| % 总资产 | 5.8% | 6.3% | 5.4% | 5.0% | 4.6% |
| 无形资产 | 4,014 | 4,048 | 4,048 | 3,846 | 3,643 |
| 非流动资产 | 23,088 | 28,886 | 28,730 | 28,762 | 28,653 |
| % 总资产 | 24.7% | 31.4% | 27.7% | 26.3% | 25.2% |
| 资产总计 | 93,457 | 92,068 | 103,596 | 109,309 | 113,639 |
| 短期借款 | 8,325 | 5,043 | 5,043 | 5,043 | 5,043 |
| 应付款项 | 10,811 | 19,061 | 23,167 | 25,951 | 27,784 |
| 其他流动负债 | 20,492 | 10,479 | 12,749 | 14,352 | 15,375 |
| 流动负债 | 39,628 | 34,583 | 40,958 | 45,345 | 48,201 |
| 长期贷款 | 13,645 | 14,515 | 14,515 | 14,515 | 14,515 |
| 其他长期负债 | 1,414 | 3,437 | 3,437 | 3,437 | 3,437 |
| 负债 | 54,688 | 52,535 | 58,910 | 63,297 | 66,152 |
| 普通股股东权益 | 38,201 | 38,863 | 44,017 | 45,342 | 46,816 |
| 少数股东权益 | 567 | 670 | 670 | 670 | 670 |
| 负债股东权益合计 | 93,457 | 92,068 | 103,596 | 109,309 | 113,639 |

比率分析

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益 (元) | 0.26 | 0.56 | 0.72 | 0.84 | 0.94 |
| 每股净资产 (元) | 4.96 | 5.02 | 5.67 | 5.84 | 6.03 |
| 每股经营现金净流 (元) | 0.65 | 0.79 | 1.23 | 1.26 | 1.17 |
| 每股股利 (元) | 0.35 | 0.45 | 0.07 | 0.67 | 0.75 |
| 回报率 | | | | | |
| 净资产收益率 | 3.48% | 5.21% | 11.06% | 12.74% | 14.41% |
| 总资产收益率 | 1.60% | 2.16% | 4.75% | 5.50% | 6.06% |
| 投入资本收益率 | 9.49% | 20.32% | 26.18% | 30.43% | 33.83% |
| 增长率 | | | | | |
| 营业总收入增长率 | 23.30% | 50.92% | 21.97% | 12.65% | 7.37% |
| EBIT增长率 | 41.42% | 60.95% | 18.78% | 12.55% | 8.61% |
| 净利润增长率 | 51.65% | 116.42% | 30.26% | 16.41% | 11.17% |
| 总资产增长率 | 12.40% | -1.49% | 12.52% | 5.51% | 3.96% |
| 资产管理能力 | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 315.1 | 214.0 | 182.8 | 165.1 | 155.0 |
| 存货周转天数 | 115.6 | 88.6 | 83.7 | 78.6 | 75.3 |
| 应付账款周转天数 | 125.0 | 124.2 | 143.9 | 148.6 | 151.4 |
| 固定资产周转天数 | 70.9 | 46.7 | 38.9 | 33.4 | 30.1 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -141.06% | -132.89% | -131.83% | -137.57% | -139.31% |
| EBIT利息保障倍数 | 3.1 | 5.1 | 8.4 | 11.3 | 14.9 |
| 资产负债率 | 58.52% | 57.06% | 56.86% | 57.91% | 58.21% |

来源：wind，中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|---|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。 | | |

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。