行业景气持续，龙头企业加速改革

—工程机械行业最新跟踪

增持 ——维持

日期：2020 年 07 月 15 日

行业：机械设备-工程机械

分 析 师 倪瑞超
Tel 021-53686179
E-mai niruichao@shzq.com
SAC 证书编号：S0870518070003

报告编号： NRC20-AIT26

首次报告日期：无

相关报告：

■ 主要观点

工程机械行业景气持续

需求展望：景气向上。工程机械行业的需求包括基建、房地产投资、更新、出口。基建在专项债助力下，预计增速很快转正；房地产复苏超预期；更新依然保持较高的更新比例；出口方面好于预期。

挖掘机：销量超预期，全年销售增速上调。6 月挖掘机销售 24625 台，同比增长 62.9%；累计销售 170425 台，同比增长 24.2%，销售超预期。上调 2020 年全年销量预测为 27.13 万台，同比增长 15.1%。我们预计 Q3 依然能够保持双位数的增长。产品结构来看，中大挖占比改善，但从年度看小挖占比提升是趋势。从市场结构看，国内龙头企业占比提升是趋势。从产品结构、价格、规模效应、成本多重因素考虑，挖掘机毛利率将保持平稳。

混凝土机械：全年销量增速上调，结构持续优化。更新需求、下游需求旺盛，使得混凝土机械销售乐观，上调 2020 年混凝土机械行业增速为 15%-20%。从未来看，随着更新高峰来临，长臂架泵车占比将提升，搅拌车销售回归法规车，促进销量。目前泵车是两分天下，而搅拌车竞争格局较为分散，但目前正向龙头集中。随着长臂泵车销售占比的提升，未来混凝土机械毛利率还将继续提升。

起重机：Q3 增速预计乐观，结构优化。2020 年汽车起重机行业销量增速预计为 5%~10%。销售趋势预计增速中间高，两端低。目前 25T 产品占比大，但是中大吨位占比在提升。目前汽车起重机呈现出三分天下的局面，但是市占率也有变化。随着价格端稳定，结构改善，未来毛利率还有提升空间。

龙头企业加速改革

中联重科非公开发行引入战略投资者，募集资金 66 亿元，投入 5 个募投项目。引入战略投资者可以产生较好的协同效应，其中管理层入股，可以很好的解决公司治理问题，对管理层产生很好的激励。而从募投项目来看，其中的挖掘机械智能制造项值得期待，将显著提高公司挖掘机的生产效率，未来土方机械将成为公司新的增长点。徐工机械控股股东混改已进入到挂牌阶段，从股权结构来看，本次混改力度非常大，公司未来值得期待。三一重工预计将很快完成对三一汽车金融的收购，加速制造服务的布局。

■ 投资建议

建议持续关注工程机械板块的龙头主机公司三一重工（600031）、未来具备成长特性的中联重科（000157）、控股股东混改有望激发新活力的徐工机械（000425）、液压零部件公司恒立液压（601100）。

■ 风险提示

行业销量增速放缓，宏观经济下行。

目 录

一、工程机械行业景气持续 4
1.1 需求展望：景气向上 4
1.2 挖掘机：销量持续超预期，全年销量增速上调 6
1.3 混凝土机械：全年销量增速上调，结构持续优化 8
1.4 起重机：Q3 增速预计乐观，结构优化 9
二、龙头企业加速改革 11
2.1 中联重科：非公开发行增强实力 11
2.2 徐工机械：控股股东混改加速，未来值得期待 13
2.3 三一重工：收购三一汽车金融，加速制造服务布局 13
三、投资建议 14
四、风险提示 14

图

图 1 专项债券发行规模（亿元） 4
图 2 基础设施投资 yoy（%） 4
图 3 房地产开发投资完成额:累计同比（%） 5
图 4 挖掘机出口销量及增速 5
图 5 挖掘机月度销量 6
图 6 挖掘机月度销量增速 6
图 7 2020 年全年季度挖掘机销量及增速 7
图 8 2020 年全年月度挖掘机销量及增速 7
图 9 不同吨位挖掘机销量占比 8
图 10 不同吨位挖掘机销售同比 8
图 11 挖掘机分国别占有率 8
图 12 挖掘机分企业占有率 8
图 13 汽车起重机 2020 年季度销量及增速 10
图 14 汽车起重机销量增速 10
图 15 徐工起重机吨位结构变化 10
图 16 三一起重机吨位结构变化 10
图 17 汽车起重机市场占有率 11
图 18 起重机的毛利率 11
图 19 徐工有限营业收入 13
图 20 徐工有限净利润 13
图 21 三一汽车金融收入和利润 14
图 22 三一汽车金融不同业务规模 14

表

表 1 挖掘机年度销量预测 7
表 2 中联非公开发行募投项目 12
表 3 公司引入的战略投资者 12

一、工程机械行业景气持续

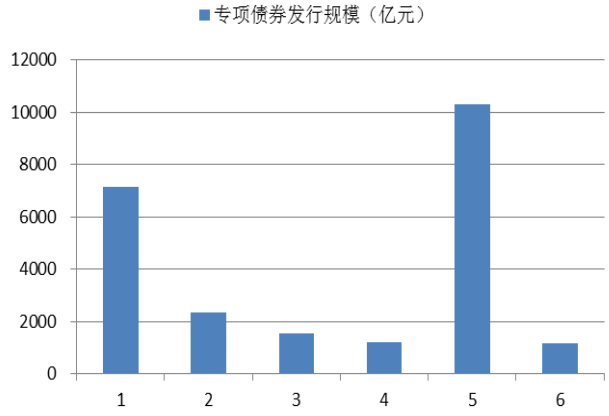
1.1 需求展望：景气向上

工程机械行业主要是面向下游的施工，产品种类很多，其中最主要的三大类产品：挖掘机、混凝土机械、起重机。挖掘机领先混凝土机械 3-4 个月，起重机 6 个月-1 年。分别对应开挖、搅拌、吊装等工序。以挖掘机为例，其需求主要包括四个方面：基建、房地产、更新、出口。

⑴基建：专项债助力，增速即将转正。今年预计专项债发行规模为 3.75 万亿元，同比增长 74.4%。2020 年上半年专项债累计发行为 2.37 万亿元，同比增长 53%。

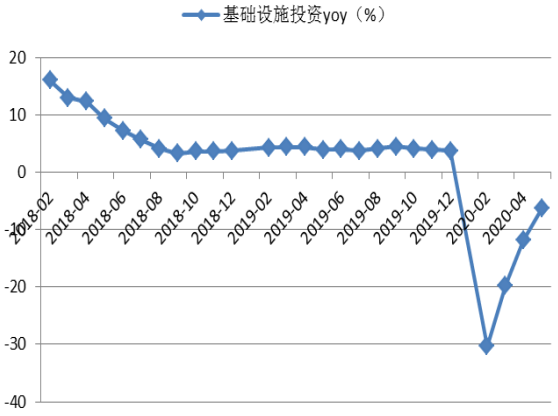
充足的资金保障了基建项目的开工，2020 年 1-5 月份基础设施投资同比下降 6.3%，同比继续改善。预计基建投资将很快转正，全基建投资增速预计在 10%。

图 1 专项债券发行规模（亿元）



数据来源：WIND 上海证券研究所

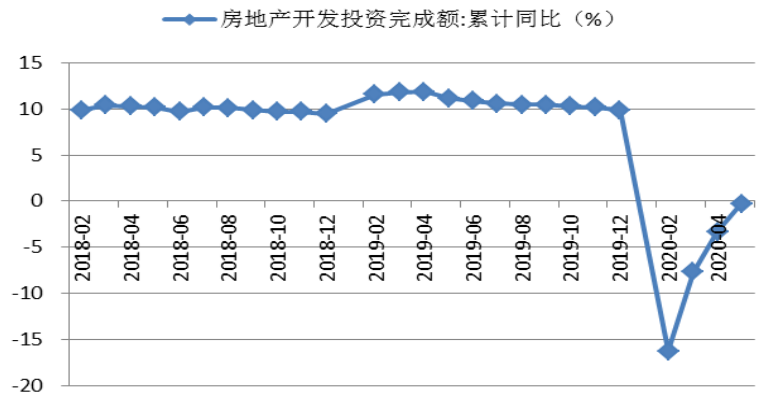
图 2 基础设施投资 yoy（%）



数据来源：WIND 上海证券研究所

⑵房地产：复苏超预期。疫情过后房地产复苏超预期，房企拿地积极。2020 年 1-5 月份房地产开发投资完成额累计同比下降 0.3%，同比继续改善，全年上调房地产投资增速预计在 3%。

图 3 房地产开发投资完成额:累计同比（%）

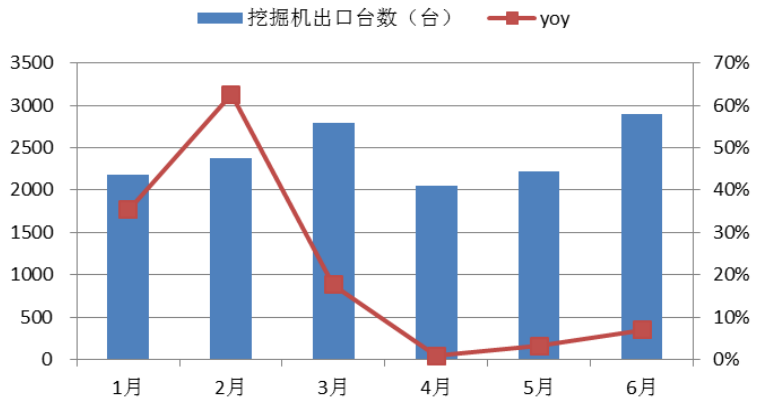


数据来源：WIND 上海证券研究所

(3)更新部分：保持较高的更新比例。预计在环保政策趋严的背景下，依然保持较高的更新比例。环保排放标准升级，进一步促进更新换代。目前部分地区对于国三以下的工程机械禁行、禁止施工，未来工程机械将实行排放标准国三升国四。而从混凝土机械和起重机来看，其属于重型柴油车，将从国五升级到国六的排放标准要求。环保标准的升级，将进一步促进工程机械的更新换代。

(4)出口方面：出口增速好于预期。国内挖掘机出口的主要市场包括印度、非洲、中亚，这些地区受疫情影响，但目前来看整体还是可控。随着疫情的控制，需求有望回补。挖掘机出口数据也表现出了韧性，2020 年 6 月份挖掘机出口 2901 台，同比增长 6.97%。累计出口 14532 台，同比增长 25.7%，好于预期。我们预计全年挖掘机出口增速为 15%，

图 4 挖掘机出口销量及增速

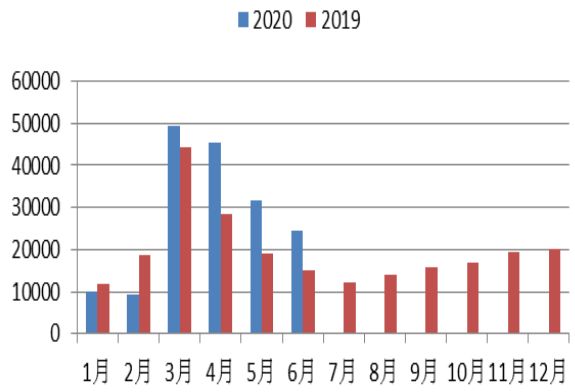


数据来源：WIND 上海证券研究所

1.2 挖掘机：销量持续超预期，全年销量增速上调

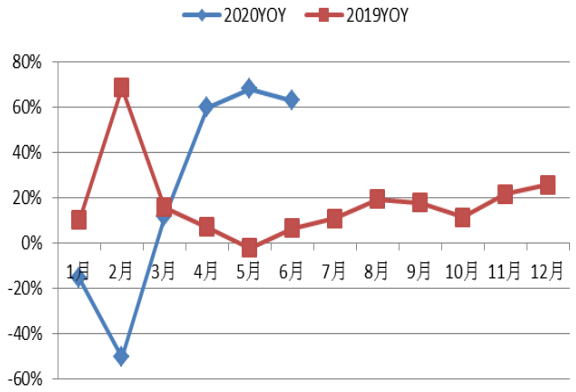
6 月份挖掘机销量超预期。2020 年 6 月份挖掘机销售 24625 台，同比增长 62.9%，销售增速超预期。2020 年 1-6 月份累计销售 170425 台，同比增长 24.2%。分季度看 Q1 实现销售 68630 台，同比下降 8.22%；Q2 实现销售 101795 台，同比增长 63.06%。疫情影响导致需求延后。

图 5 挖掘机月度销量



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 6 挖掘机月度销量增速



数据来源：WIND 上海证券研究所

上调全年挖掘机销量增速为 15.1%。我们预计 2020 年基建投资 10%的增长，上调房地产投资 2%到 3%的增长假设，更新数量继续保持高强度，出口增速为 15%。根据此前对挖掘机销量的预测公式：

挖掘机保有量增速预测=房地产投资增速*40%+基建投资*60%。

挖掘机年度销量=挖掘机保有量新增数量+挖掘机年度更新数量+出口数量。

据此，我们预测 2020 年挖掘机销量为 27.13 万台，同比增长 15.1%。

表 1 挖掘机年度销量预测

区分	2016	2017	2018	2019	2020E
实际销量	70320	140304	203420	235693	271260
yoy		99.5%	45.0%	15.9%	15.1%
国内销量	62993	130632	184320	209077	240652
yoy		107.4%	41.1%	13.4%	15.1%
出口	7327	9672	19100	26616	30608
yoy		32.0%	97.5%	39.4%	15%
挖掘机保有量（万台）	150	156.4	167.1	178.5	191.4
更新数量	44069	66586	77170	95011	112113
yoy		51.1%	15.9%	23.1%	18.0%
房地产投资（40%）				9.9%	3%
基建投资（60%）				3.8%	10%
保有量增速预测（万台）				6.2%	7.2%
保有量预测（万台）				177.5	191.4
新增（万台）				10.4	12.9
加上更新数据				199294	240652
加上出口数据				225910	271260

数据来源：WIND 上海证券研究所

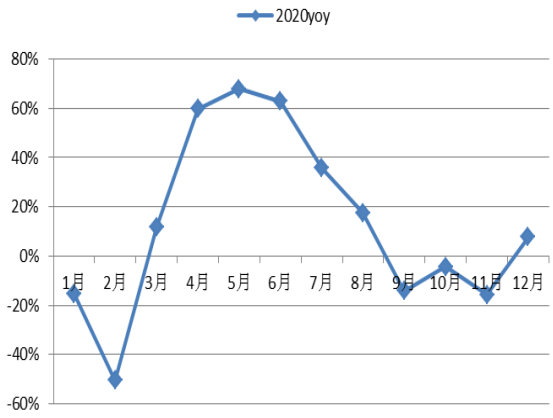
下半年挖掘机销售依然乐观。我们预计 Q3 销售依然保持正增长，预计 Q3 能实现双位数的增长。

图 7 2020 年全年季度挖掘机销量及增速



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 8 2020 年全年月度挖掘机销量及增速

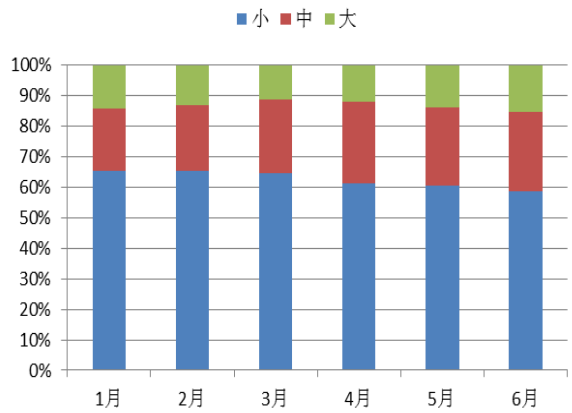


数据来源：WIND 上海证券研究所

产品结构：中大挖占比改善，但小挖占比提升是趋势。从销售结构来看，小挖继续保持较高的增速，但是中大挖也开始发力。6 月份小挖销售 12767 台，同比增长 78.7%；中挖销售 5612 台，同比增长 74.4%；大挖销售 3345 台，同比增长 62.1%。从占比来看，6 月份小、中、大的占比分别为 58.8%、25.8%、15.4%，环比-1.6pct、+0.2pct、+1.4pct；同比+1.2pct、-0.1pct、-1.2pct。中大挖的占比改善，行业结构优化，提升主要公司的盈利能力。2020 年 1-6 月占比，小、中、大为 62.1%、25.1%、12.8%。与去年全年比，小挖和中挖

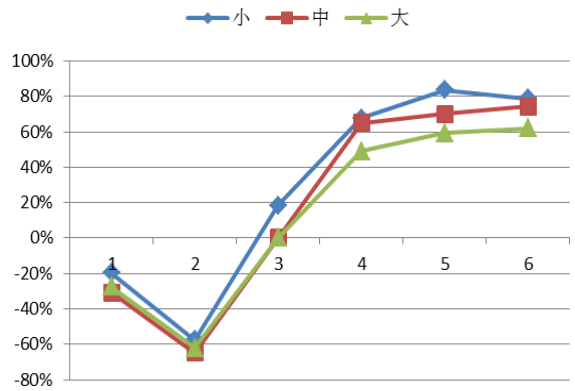
占比上升，大挖下降。从年度来看，小挖占比提升是趋势。

图 9 不同吨位挖掘机销量占比



数据来源：WIND 上海证券研究所

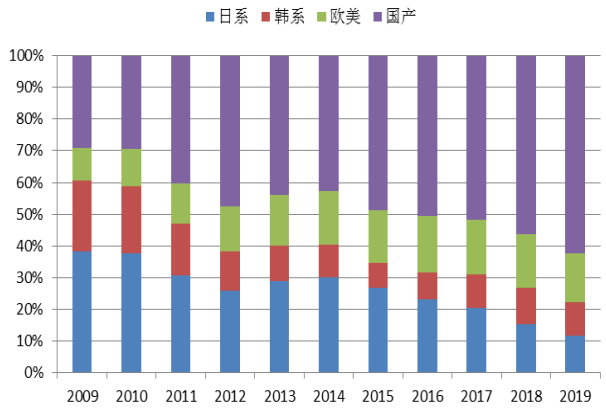
图 10 不同吨位挖掘机销售同比



数据来源：WIND 上海证券研究所

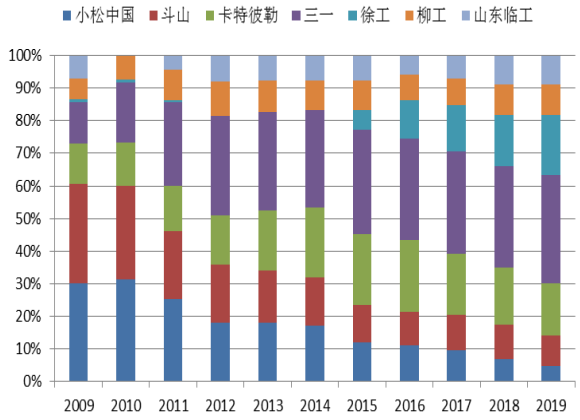
市场结构：国内企业占比提升是趋势。2009 年三一市占率为 6.5%，2019 年（1-9 月份）市占率为 25.6%；2009 年徐工市占率为 0.5%，2019 年（1-9 月份）市占率为 14.1%。反观日韩的代表企业，小松和斗山，市场占有率都较 2009 年大幅度下滑。整体来看，我们认为未来国内企业市场占有率依然有提升的空间。

图 11 挖掘机分国别占有率



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 12 挖掘机分企业占有率



数据来源：WIND 上海证券研究所

行业盈利判断：多重因素影响挖掘机毛利率。挖掘机毛利率受到多重因素的影响，包括产品销售结构（小挖和大挖的占比）、产品的价格、规模效应下的成本变化、零部件价格变化导致的成本变化。今年以来挖掘机小挖销售占比提升，对毛利率的影响是负向、涨价对毛利率影响是正向、零部件价上涨是负向、规模效应是正向，整体来看，挖掘机的毛利率预计保持平稳。

1.3 混凝土机械：全年销量增速上调，结构持续优化

上调 2020 年混凝土行业增速 15%-20%。更新换代、下游旺盛的需求将使得混凝土机械 2020 年销售比较乐观。挖掘机领先混凝土机械 3-4 个月，而目前挖掘机市场销售火爆，上调 2020 年混凝土

行业增速 15%-20%。

产品结构：短臂架和长臂架泵车各有千秋，搅拌车回归法规要求促进销量。目前泵车的销售结构来看，相比于高峰期，短臂架泵车销售占比提升，以前主要销售为长臂架泵车，未来随着这部分车子逐步进入更新高峰，长臂架泵车占比有望提升。

凝土搅拌车不同产品结构的区分主要在于载重量和搅拌容量。国家加强治限，要求搅拌车按照法规来销售。未来搅拌车回归新标要求是趋势。目前 4 轴搅拌车已经做到了 12、16 方，已经远远超过法规的要求，未来将回归到 8 方。目前市场推出的新的搅拌车都是 8×4 车型。

市场结构：泵车两分天下，搅拌车格局分散。泵车主要由三一和中联两家公司占据。

而混凝土搅拌车的参与厂家较多，市场格局较为分散，包括中集、华菱、三一、中联等。从近期来看，市场集中度有望向龙头企业靠拢。

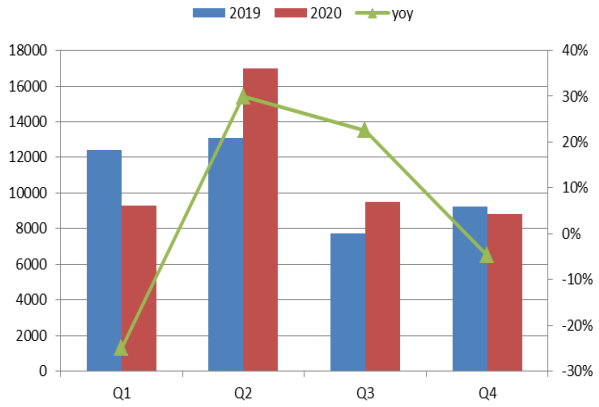
行业盈利的判断：未来毛利率有提升空间。以前市场在 2012 年销售高峰期主要销售的是长臂泵车，随着混凝土长臂泵车进入到更新期，销售占比的提升，未来混凝土机械的毛利率还有继续提升的潜力。

1.4 起重机：Q3 增速预计乐观，结构优化

2020 年销售判断：预计中间高，两端低。2020 年整个汽车起重机销量预计增速为 5%~10%。2019 年汽车起重机呈现出一季度和二季度高销量，三季度销量下降，而且呈现同比负增长，四季度重回增长。展望 2020 年，汽车起重机行业在 Q1 为负增长，挖掘机领先起重机 6 个月-1 年。根据重点企业的排产情况来看，预计 Q2 行业将有 30%的增长，Q3 行业增长在 20%左右。

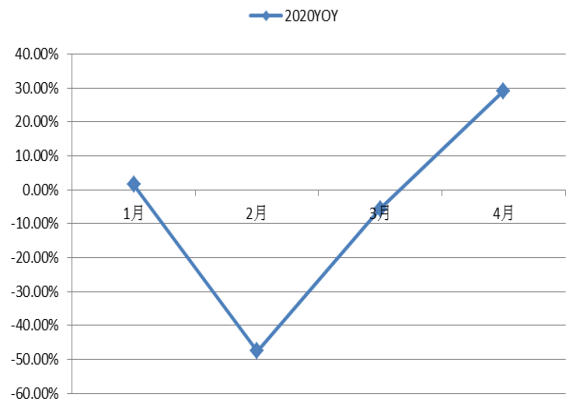
从目前实际销量来看，2020 年 1-4 月份每月汽车起重机销量增速为 1.59%、-47.50%、-5.70%、29.10%，符合预期。

图 13 汽车起重机 2020 年季度销量及增速



数据来源：WIND 上海证券研究所

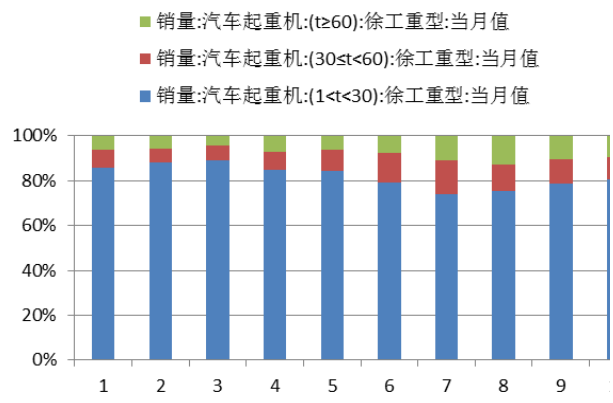
图 14 汽车起重机销量增速



数据来源：WIND 上海证券研究所

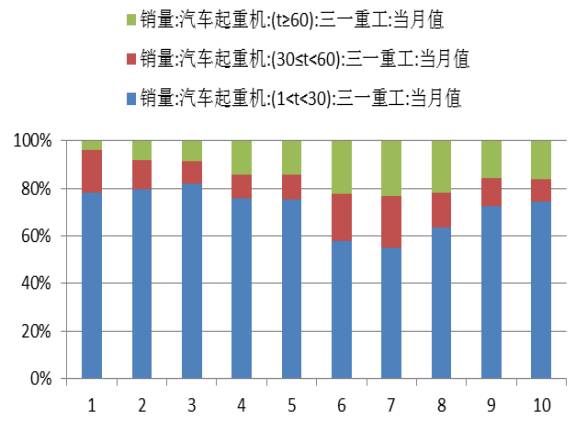
产品结构：中大吨位占比提升。目前汽车起重机的还是以小于 30 吨的小吨位起重机为主，其中 25 吨产品占比最大，但是中大吨位的占比在逐步提升。以汽车起重机重点企业徐工和三一的产品吨位结构变化来看，中大吨位的占比提升，30≤t<60 吨位，60 吨位以上的产品占比都有提升。

图 15 徐工起重机吨位结构变化



数据来源：WIND 上海证券研究所

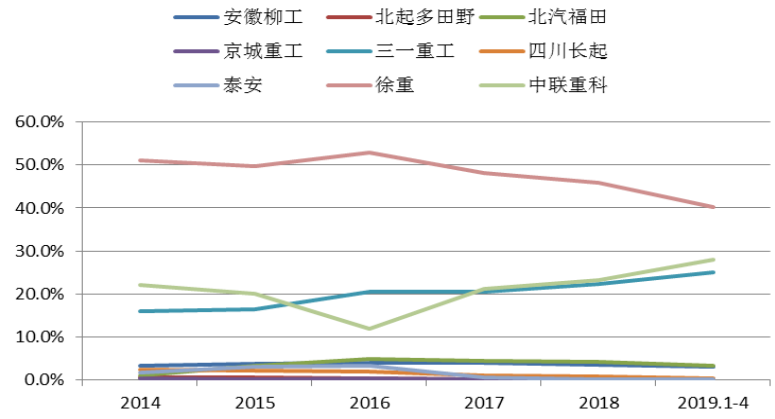
图 16 三一起重机吨位结构变化



数据来源：WIND 上海证券研究所

市场结构：三分天下，两家进、一家退。汽车起重机的市场格局是三分天下，以汽车起重机三家重点企业：徐工、三一、中联的市场占有率来看，呈现出两家进、一家退的局面。徐工的市占率有所下滑，三一的市占率提升了 9pct，中联提升了 6pct。另外一些中小厂家的占有率基本也是在慢慢萎缩。

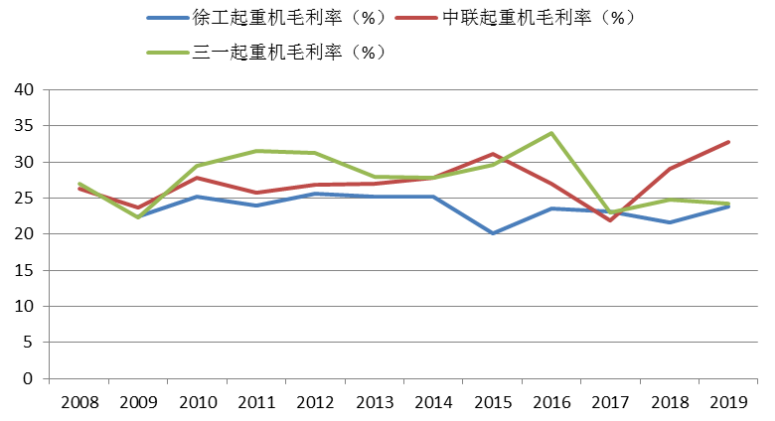
图 17 汽车起重机市场占有率



数据来源：WIND 上海证券研究所

起重机行业的毛利率还有提升空间。中联由于起重机收入中包括建筑起重机：塔吊，其毛利率已经创历史新高。但是三一和徐工的起重机的毛利率依然低于 2010 年的高点。我们认为主要由于汽车起重机行业目前竞争依然较为激烈，随着价格的下降，毛利率所以低于 2010 年。但是未来随着起重机的价格稳定（甚至有略微上涨）：三一已经在 2020 年 4 月 30 日将汽车起重机价格上调 5%、大吨位产品销售占比的提升、规模效应，未来起重机的毛利率还有向上提升的趋势。

图 18 起重机的毛利率



数据来源：WIND 上海证券研究所

二、龙头企业加速改革

2.1 中联重科：非公开发行增强实力

中联重科近期发布非公开发行预案，共拟募集资金 66 亿元投入 5 个募投项目。

表 2 中联非公开发行募投项目

区分	投资总额（亿元）	拟投入募集资金金额（亿元）
挖掘机械智能制造项目	30.83	24
搅拌车类产品智能制造升级项目	8.3	3.5
关键零部件智能制造项目	16.68	13
关键液压元器件（液压阀）智能制造项目	4.43	2.5
补充流动资金	23	23
合计	83.23	66

数据来源：WIND 上海证券研究所

挖掘机械智能制造项目是中联智慧产业城首开园区项目，目前项目正火热建设中，未来将成为公司新的有力增长点。

搅拌车类产品智能制造项目是对湖南沅江现有生产基地的升级改造。

关键零部件智能制造项目中高强钢及薄板件也将主要配套公司主机产品。

关键液压元器件项目将进一步提升公司液压件自主供应能力，配套挖机和工起等产品。

其余资金用于补充流动性。

公司本次共引入怀瑾基石、太平人寿、海南诚一盛和宁波实拓等四家战略投资者。其中海南诚一盛是公司当前部分中高层管理人员搭建的认购平台。团队参与本次非公开发行，也是彰显公司的投资价值，坚定投资者信心，吸引更多的战略投资。

表 3 公司引入的战略投资者

区分	拟认购金额（亿元）
怀瑾基石	31
太平人寿	19
海南诚一盛	10
宁波实拓	6
合计	66

数据来源：WIND 上海证券研究所

总体来看，本次非公开发行对中联重科公司意义重大，通过引入战略投资者，不仅仅可以满足未来资金发展的需求，更是可以产生较好的协同效应。而管理层入股，可以很好的解决公司治理问题，对管理层产生很好的激励。

而从募投项目来看，其中的挖掘机械智能制造项值得期待。公司启动了中联智慧产业城的规划建设，首开的土方机械园区全面启动开工建设，本次的制造项目就在此处。项目达产以后，将成为先进的挖掘机生产线，75%的待装配零件采用机器人辅助上下线，可实现每 12 分钟下线一台挖掘机，显著提高挖掘机械生产效率。助

力公司在土方机械获得更多的市场份额，公司未来在土方机械的成长性将使得公司获得高于行业的平均收入增速。

2.2 徐工机械：控股股东混改加速，未来值得期待

2019 年 7 月份，徐工机械的控股股东徐工集团工程机械有限公司混合所有制改革试点实施方案获得徐州市国资委审批通过。

徐工有限于 2020 年 6 月 24 日将徐工有限混合所有制改革涉及的增资项目在江苏省产权交易所公开挂牌。

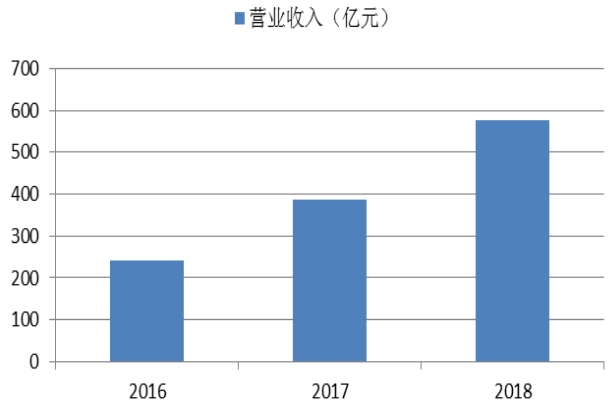
本次增资拟公开征集不超过 10 名战略投资者，拟向战略投资者、员工持股平台合计募集 157 亿元。

本次增资完成后，原股东徐工集团和省属某国有独资公司合计持有本次增资后徐工有限股权的比例不低于 51%，战略投资者和员工持股平台合计持有本次增资后徐工有限股权的比例不超过 49%。

募集资金用途：智能制造转型升级、新产业发展、国际化拓展、并购与合资合作、偿还银行贷款与补充流动资金等。

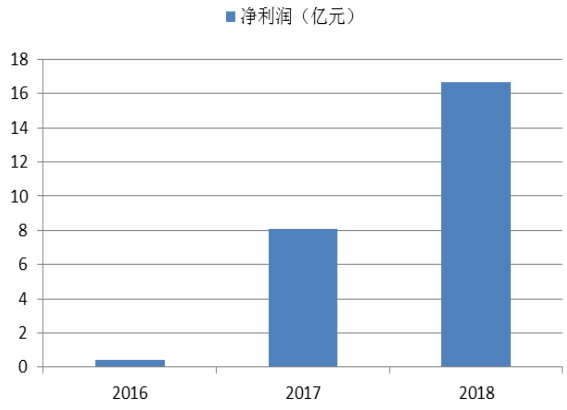
本次徐工有限的混改力度非常大，预计公司将在新的股权结构和体制下，获得新生。徐工有限的盈利能力也将大幅度提升，未来值得期待。

图 19 徐工有限营业收入



数据来源：江苏省产权交易所 上海证券研究所

图 20 徐工有限净利润



数据来源：江苏省产权交易所 上海证券研究所

2.3 三一重工：收购三一汽车金融，加速制造服务布局

三一重工以自有资金收购控股股东三一集团有限公司持有的三一汽车金融有限公司 91.43%股权，交易金额为人民币 33.80 亿元。

2019 年 12 月 30 日召开 2019 年第四次临时股东大会，审议通过《关于收购三一汽车金融有限公司股权暨关联交易的议案（修订版）》。

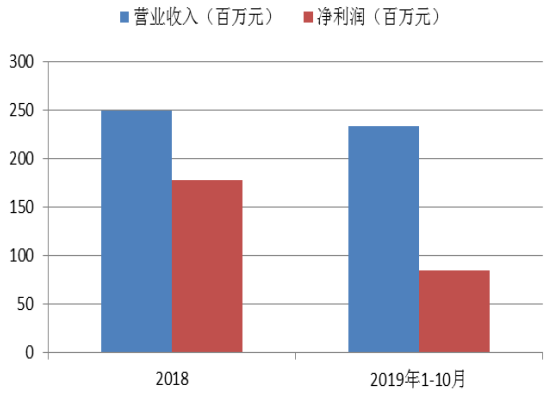
2020 年 6 月 29 日，中国银保监会湖南监管局下发《关于三一汽车金融有限公司变更股权的批复》批复的主要内容如下：湖南银保监局同意三一集团将其持有的三一汽车金融 91.43%股权转让给

三一重工，其他股东持有股权保持不变；三一汽车金融应当自本批复之日起 6 个月内完成有关法定变更手续。预计三一汽车金融将在今年下半年完成合并报表。

三一汽车金融主要盈利模式以工程机械贷款为主，按贷款对象分为经销商批发贷款和终端客户零售贷款，此两种贷款均为赚取利差（贷款利率-筹资利率）来实现盈利。

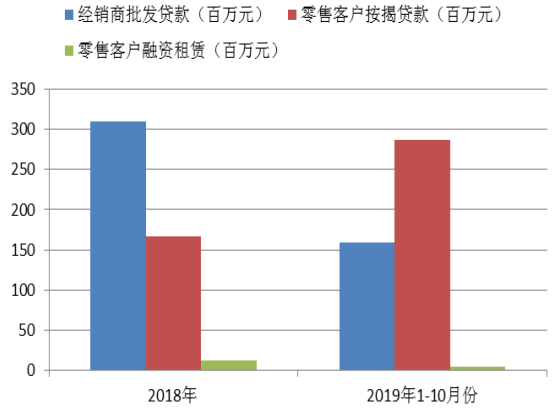
三一汽车金融有限公司主要围绕公司工程机械业务开展金融服务。将推动公司向“制造+服务”转型，推进国际化与数字化战略，提升资金使用效率、资金收益率及公司盈利水平。

图 21 三一汽车金融收入和利润



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 22 三一汽车金融不同业务规模



数据来源：WIND 上海证券研究所

三、投资建议

建议持续关注工程机械板块的龙头主机公司三一重工（600031）、未来具备成长特性的中联重科（000157）、控股股东混改有望激发新活力的徐工机械（000425）、液压零部件公司恒立液压（601100）。

四、风险提示

行业销量增速放缓，宏观经济下行。

分析师声明

倪瑞超

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。