信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

多品类梯次发力，强基建再度升温

—— 中联重科（000157）深度报告

2020 年 03 月 31 日

罗 政 机械行业首席分析师

证券研究报告

公司研究——深度研究

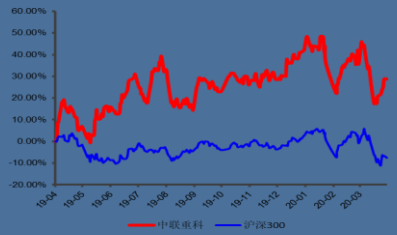
中联重科（000157.SZ）

买入	增持	持有	卖出

首次评级

罗 政　机械行业首席分析师
执业编号：S1500520030002
联系电话：+86 61678586
邮　箱：luozheng@cindasc.com

中联重科相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2019.3.30）

收盘价（元）	5.96
52 周内股价波动区间(元)	3.32-6.68
最近一月涨跌幅(%)	-5.1
总股本(亿股)	78.73
流通 A 股比例(%)	81.85
总市值(亿元)	460

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

多品类梯次发力，强基建再度升温

2020 年 03 月 31 日

本期内容提要：

◆ **传统强势产品保持高增，业绩持续改善。**公司是国内工程机械领域的龙头企业之一，主营业务包括工程机械和农业机械两大部分，以工程机械为主。公司 2019 年实现营业总收入为 433.07 亿元，同比增长 50.91%；实现归母净利润 43.71 亿元，同比增长 116.42%，公司毛利率为 30.00%，同比增长 2.91pct，净利率为 9.87%，同比增长 3.05pct。营业收入中 51.14%由起重机械贡献，其实现营业收入 221.47 亿元，同比增长 77.57%，毛利率为 32.76%，同比增长 3.70pct；营业收入中 32.10%由混凝土机械贡献，其实现营业收入 139.01 亿元，同比增长 36.75%，毛利率为 27.41%，同比增长 3.45pct。ROE 从 2016 年的-2.44%逐步提升到 2019 年的 10.82%。公司混凝土机械与起重机械均在行业内排名前二，同时在高空中作业平台、土方机械等新品类持续发力。

◆ **强基建再度升温，工程机械需求景气延续。**受疫情影响，我国经济下行压力凸显，政府强化逆周期调节，基建投资再度升温。我们预计今年新增专项债规模将超过 3 万亿，同时专项债中用于基建的比例将大幅提升。今年以来截至 3 月 20 日，各地专项债发行规模共计 10233 亿元，占提前下达新增专项债额度的 79%，主要用于铁路、轨道交通等基础设施建设，还有生态环保、农林水利、市政和产业园区等领域的重大基础设施项目。我们认为国家经济刺激政策将带来工程机械设备需求景气延续，全年来看挖机销量有望与去年同期持平，而汽车起重机和混凝土泵车销量有望保持 10%左右的增长。

◆ **总需求扩张背景下更新周期继续有效，行业波动预期平滑。**国内工程机械产品的寿命周期为 8-10 年，由于上一轮销售高峰出现在 2011 年，我们认为在自然使用条件下， 2019-2021 年主要工程机械产品正处于淘汰和更新的高峰阶段，同时国家环保要求升级，进一步加速旧机淘汰更新。我们根据使用年限更新估算，2020/2021 年汽车起重机更新需求将达到 31392/35442 台，分别占 2020/2021 全年销量的 73.91%/83.44%；2020-2022 混凝土泵车更新需求为 6,922/9,997/11,448 台，分别占 2019 年销售量的 92.29%/133.29%/152.64%。在总需求扩张背景下，我们认为当前工程机械市场更新周期的大逻辑继续有效，整体行业波动预期更为平滑。

◆ **塔机销售加速增长，高空作业平台蓄势待发。**自 2015 年起，国家与各省市陆续出台多项政策推动装配式建筑发展，提出到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上，其中重点推进地区达到 20%。近年来，我国装配式建筑渗透率持续提升，带动中大型塔式起重机需求回暖。公司塔机全球领先，2019 年如期完成塔机 100 亿的销售目标，同比增幅 100%以上，随着公司塔机智能工厂一期项目投产运营、二期项目开工建设，我们预期公司塔机业务还将保持高速成长态势。高空作业平台方面，公司产品推进顺利，已经成为国内高空作业平台主

流供应商，且高空作业平台臂式智能产线已实现量产，蓄势待发有望给公司业绩贡献新的增量。

- **实施核心经营管理层持股计划，彰显持续发展信心。**2019 年 11 月 16 日，公司发布公告《核心经营管理层持股计划（草案）》，包括董事、监事、高级管理人员 16 人在内的不超过 1200 名公司员工参与持股计划。员工持股分三年解锁，以 2017 年、2018 年和 2019 年公司归属于母公司股东的净利润的算术平均值为基数，分别以 2020 年、2021 年和 2022 年三年的净利润增长率为指标进行业绩考核。基数为 25.74 亿元，因此，2020-2022 年的归母净利润分别至少达到 46.33/48.91/51.48 亿元，彰显了公司发展的信心。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2020-2022 年摊薄 EPS 分别为 0.72/0.81/0.88 元， 对应 2020 年 3 月 30 日收盘价（5.96 元/股）市盈率 8.33/7.35/6.76 倍。首次覆盖给予公司“买入”投资评级。
- **股价催化剂：**专项债发行超预期；基建投资增速超预期
- **风险因素：**疫情扰乱复工节奏，行业竞争加剧

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	28,696.54	43,307.40	48,274.75	51,769.85	55,404.09
增长率 YoY %	23.30	50.92	11.47	7.24	7.02
归属母公司净利润(百万元)	2,019.86	4,371.46	5,631.72	6,383.77	6,943.96
增长率 YoY%	51.65	116.42	28.83	13.35	8.78
毛利率%	27.09	30.00	30.35	30.05	29.87
净资产收益率 ROE%	5.33	10.82	13.55	13.50	12.96
EPS(摊薄)(元)	0.26	0.58	0.72	0.81	0.88
市盈率 P/E(倍)	23.23	10.73	8.33	7.35	6.76
市净率 P/B(倍)	1.23	1.21	1.06	0.93	0.83

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测　　注：股价为 2020 年 03 月 30 日收盘价

目 录

多点发力的工程机械龙头品牌 1
起重及混凝土机械引领市场，高空作业平台等新品类蓄势待发 2
行业景气持续，业绩高歌猛进 3
强基建再度升温，工程机械需求延续 7
存量更新下，行业波动趋于平缓 11
装配式建筑推进，带动中大型塔机需求 14
装配式建筑在政策支持下渗透率持续提升 14
公司为塔吊龙头，充分受益装配式建筑发展 17
发布核心管理层持股计划，彰显发展信心 18
盈利预测、估值与投资评级 19
盈利预测及假设 19
风险因素 20

表 目 录

表 1: 工程机械环保政策梳理 12
表 2: 装配式建筑政策梳理 15
表 3: 近期各省（直辖市）推进装配式建筑发展的政策措施梳理 16
表 4: 员工持股解锁公司考核条件 19
表 5: 可比公司盈利及估值对比 19

图 目 录

图 1: 公司产品类别 1
图 2: 公司 2019 年主营业务构成 1
图 3: 公司汽车起重机历年市占率 2
图 4: 2019Q1 年汽车起重机市场份额 2
图 5: 高空作业平台销量 3
图 6: 挖掘机销量 3
图 7: 中国工程机械销售额（亿美元） 3
图 8: 公司营业收入及增速 4
图 9: 公司归母净利润及增速 4
图 10: 公司毛利率及净利率 4
图 11: 公司 ROE 5
图 12: 公司起重机械营收及营收占比 5
图 13: 公司起重机械毛利率 5
图 14: 公司混凝土机械营收及营收占比 6
图 15: 公司混凝土机械毛利率 6
图 16: 公司三费情况 6
图 17: 经营活动产生的现金流量净额 7
图 18: 总资产周转率处在上升通道 7
图 19: 公司收现比维持高位 7
图 20: 2020 年 2 月 PMI 指数出现剧烈下滑 8
图 21: 疫情前房地产投资略显跌势 8
图 22: 疫情前房地产新开工面积表现出韧性 9
图 23: 专项债相关重大政策调整 10
图 24: 地方政府专项债发行额 10
图 25: 基建及房地产投资拉动工程机械增长 11
图 26: 汽车起重机销量及预计更新需求 13
图 27: 混凝土搅拌车销量及预计更新需求 13
图 28: 装配式建筑 14
图 29: 全国装配式建筑渗透率快速提升 15
图 30: 各省市装配式建筑渗透率差异较大 15
图 31: 国内塔式起重机销售量 17
图 32: 未来 5 年装配式建筑对塔机需求的带动测算 18

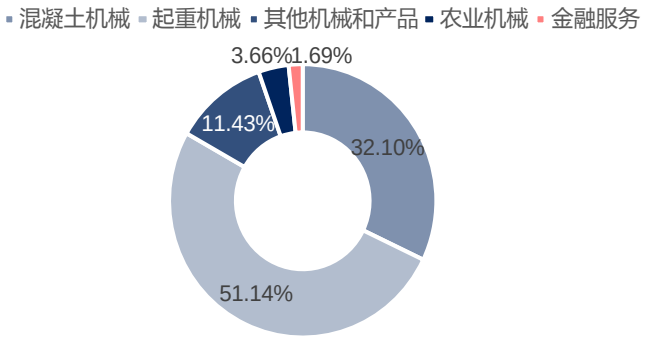
多点发力的工程机械龙头品牌

公司是国内工程机械领域的龙头企业之一，主营业务包括工程机械和农业机械两大部分。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 1：公司产品类别

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 2：公司 2019 年主营业务构成

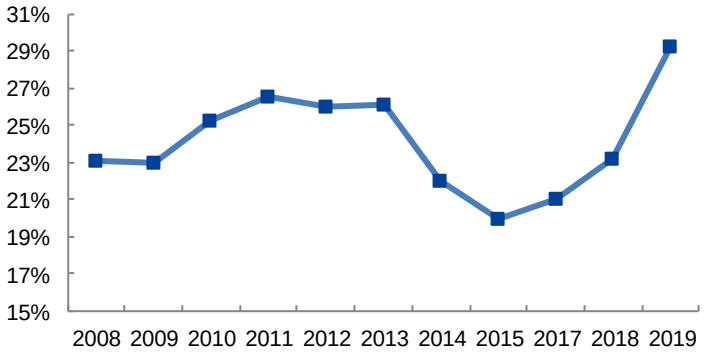


资料来源：公司年报， 信达证券研发中心

起重及混凝土机械引领市场，高空作业平台等新品类蓄势待发

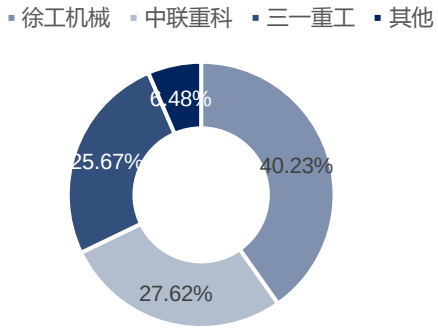
公司在混凝土机械与起重机械领域名列前茅。公司在混凝土机械与起重机械领域市占率均排在前二。其中以塔机为代表的建筑起重机械销售规模实现全球第一；工程起重机械中销量最高的汽车起重机，公司与徐工机械、三一重工“三分天下”，2018 年 CR3 达到 91%，其中 2018 年公司市占率为 23.17%，2019 年市场份额同比提升超过 6pct，市场竞争优势进一步增强。

图 3：公司汽车起重机历年市占率



资料来源：CCMA，信达证券研发中心

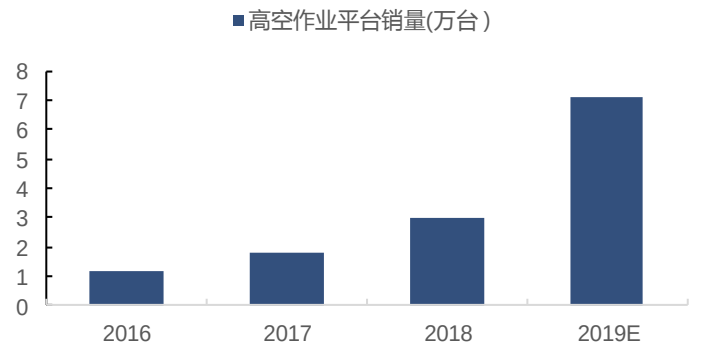
图 4：2019Q1 年汽车起重机市场份额



资料来源：CCMA，信达证券研发中心

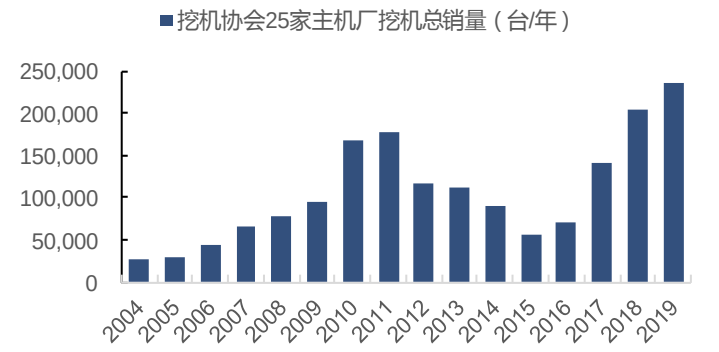
以高空作业平台和土方作业为代表的新品类蓄势待发。公司高空作业平台进展顺利，高空作业平台臂式智能产线实现量产，目标成为高空作业平台领域的第一梯队企业；全球最大的中联重科塔机智能工厂稳步达产，公司塔机业务有望再上台阶。土方机械强势进击市场，完成全国省级销售服务网点布局，推出 ZE60E-10、ZE75E-10 小挖新品，其油耗、效率优势突出，有望成为公司未来的强力增长点。

图 5：高空作业平台销量



资料来源：CCMA，信达证券研发中心

图 6：挖掘机销量

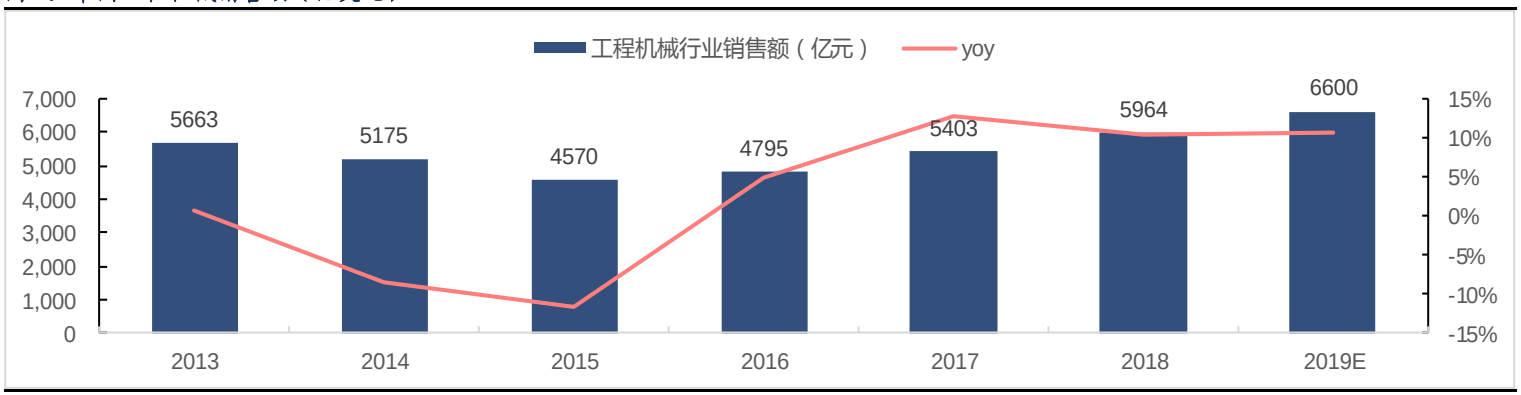


资料来源：CCMA，信达证券研发中心

行业景气持续，业绩高歌猛进

2017 年以来，工程机械行业景气度持续上升。工程行业景气度与宏观经济及固定资产投资、基础设施投资、房地产投资密切相关，属于周期性行业。上一个周期因“四万亿”刺激，工程机械在 2011 年达到销售额顶峰，而后逐年下滑，到 2017 年重拾升势，目前工程机械行业受基建需求拉动、环保升级、设备更新换代、人工替代效应等多重利好驱动影响，行业正处于上升期中。

图 7：中国工程机械销售额（亿美元）

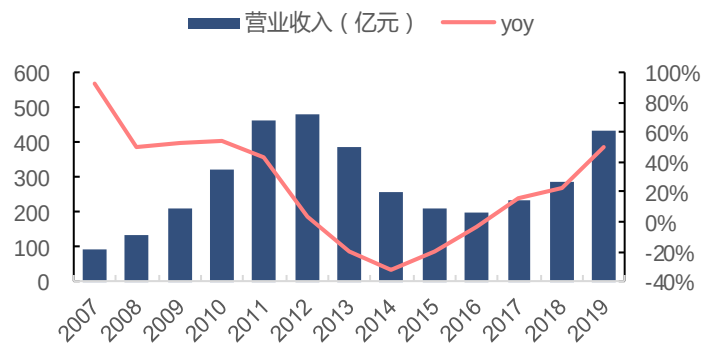


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司的经营状况与行业周期基本一致，目前处于新一轮上升期中。上一轮周期营业收入高点在 2012 年实现，后逐年下滑，

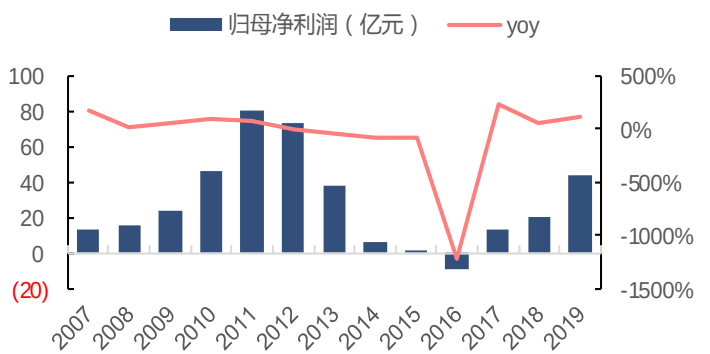
到 2017 年重拾升势。2019 年公司实现营业收入 433.07 亿元，同比增长 50.92%；实现归母净利润 43.73 亿元，同比增长 116.42%。公司的毛利率与净利率变化基本也复合周期表现，2019 年公司毛利率为 30.00%，同比增加 2.92pct；净利率为 9.87%，同比增加 3.05pct。公司 ROE 也从 2017 年起逐年回升，2019 年达到 10.82%，同比提升 5.49pct。

图 8：公司营业收入及增速



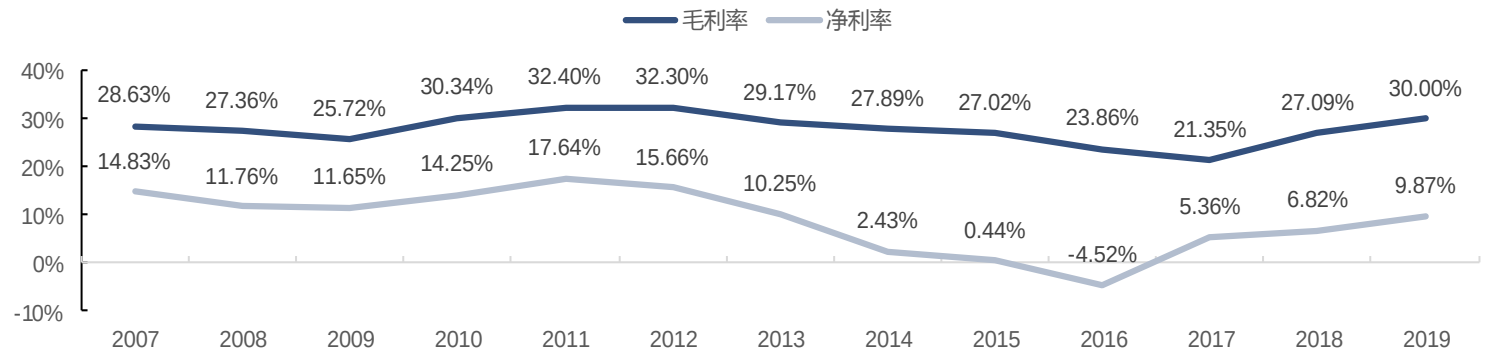
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 9：公司归母净利润及增速



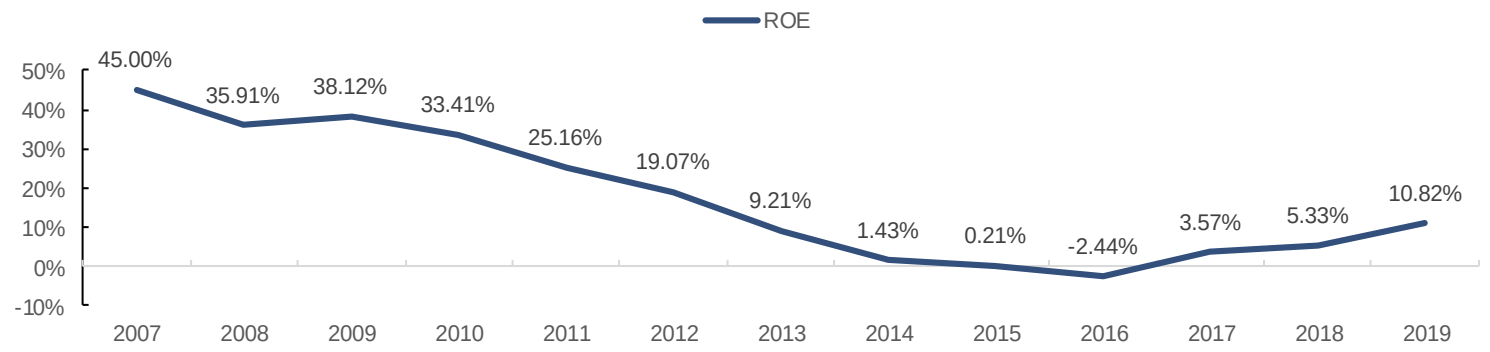
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 10：公司毛利率及净利率提升



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

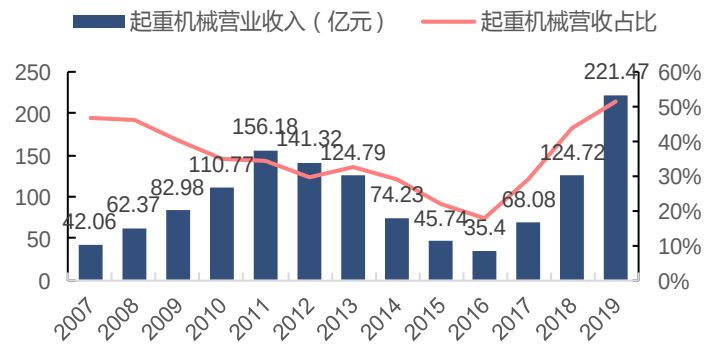
图 11：公司 ROE 持续改善



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

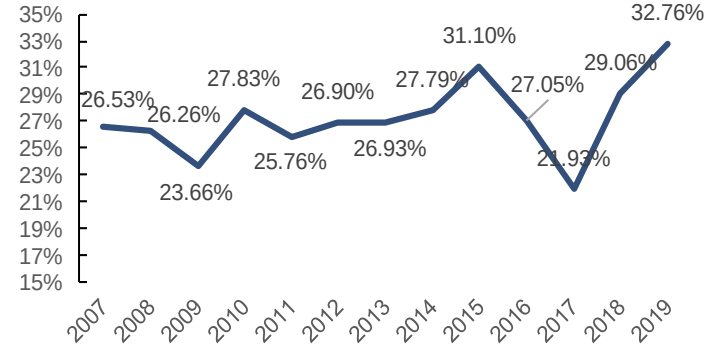
2019 年起重机械与混凝土机械继续快速增长。公司第一大收入来源为起重机械，2019 年实现营业收入 221.47 亿元，营业收入占比 51.14%，起重机械毛利率为 32.76%，同比增长 3.70pct；公司第二大收入来源为混凝土机械，2019 年实现营业收入 139.01 亿元，营业收入占比 32.10%，混凝土机械毛利率为 27.41%，同比增长 3.45pct；农业机械实现营业收入 15.83 亿元，同比增加 7.22%。

图 12：公司起重机械营收及营收占比



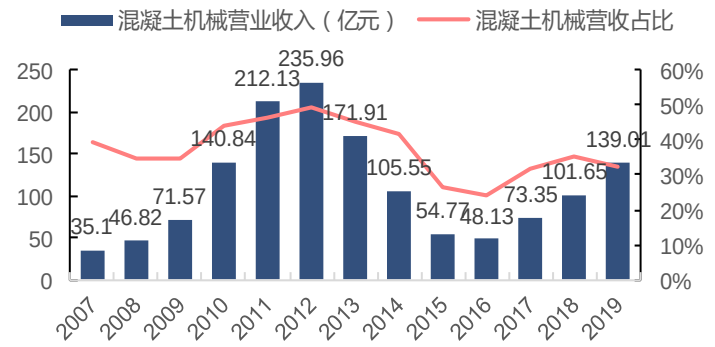
资料来源：公司年报， 信达证券研发中心

图 13：公司起重机械毛利率



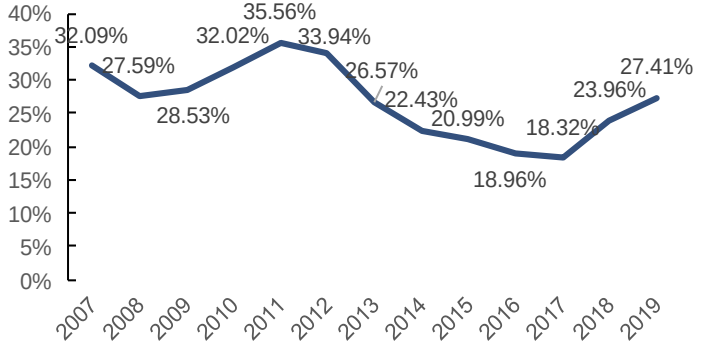
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 14：公司混凝土机械营收及营收占比



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

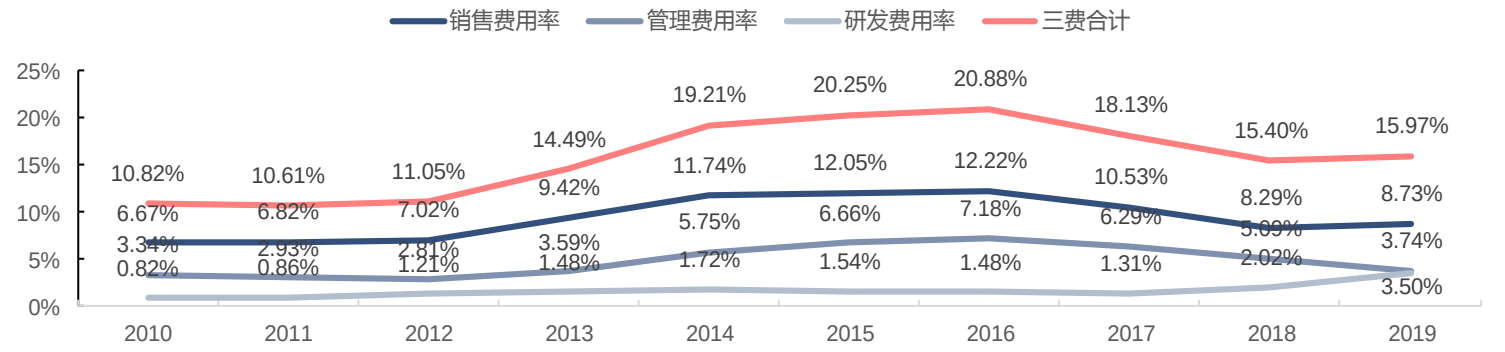
图 15：公司混凝土机械毛利率



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

管理费用偏刚性，研发费用大幅提升强化产品竞争力。随着营收规模的扩大，公司的销售和管理费用率整体下行，尤其是管理费用刚性特征更为明显，管理费用率连续下降；2019 年公司在新品类拓展上投入较大，销售费用率略有提升；值得注意的是，公司研发费用率从 2018 年开始显著提升，2019 年研发费用同比增幅超过 160%，主要是公司的新品研发投入较大，为强化公司产品的持续竞争力提供有力保证。2019 年公司销售费用率为 8.73%，同比增加 0.44pct；管理费用率为 3.74%，同比减少 1.35pct；研发费用率为 3.50%，同比增加 1.48pct；三费合计 15.97%，同比略增 0.57pct，研发费用率的提升为主因。

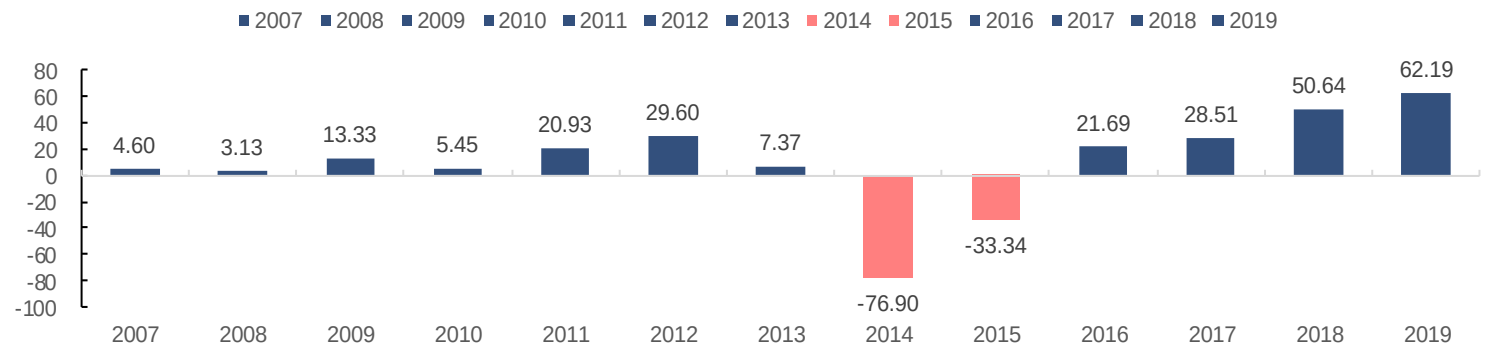
图 16：公司三费情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

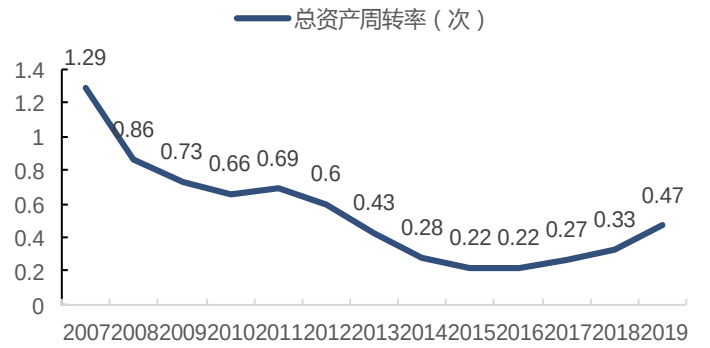
业绩增长驱动现金流持续改善。2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为 62.19 亿元，同比增长 22.81%，保持了近几年不断回升的态势；公司总资产周转率从 2017 年开始回升，2019 年达到 0.47，稳定向好，反映出行业回暖对公司营运情况的改善；与此同时，公司收现比一直保持在 100%上下，营收质量较为健康。

图 17：经营活动产生的现金流量净额



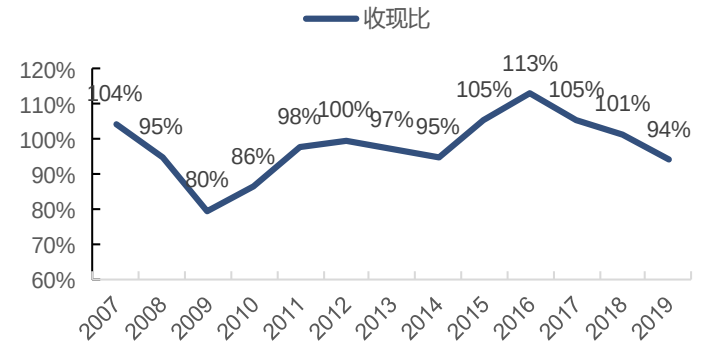
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 18：总资产周转率处在上升通道



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 19：公司收现比维持高位

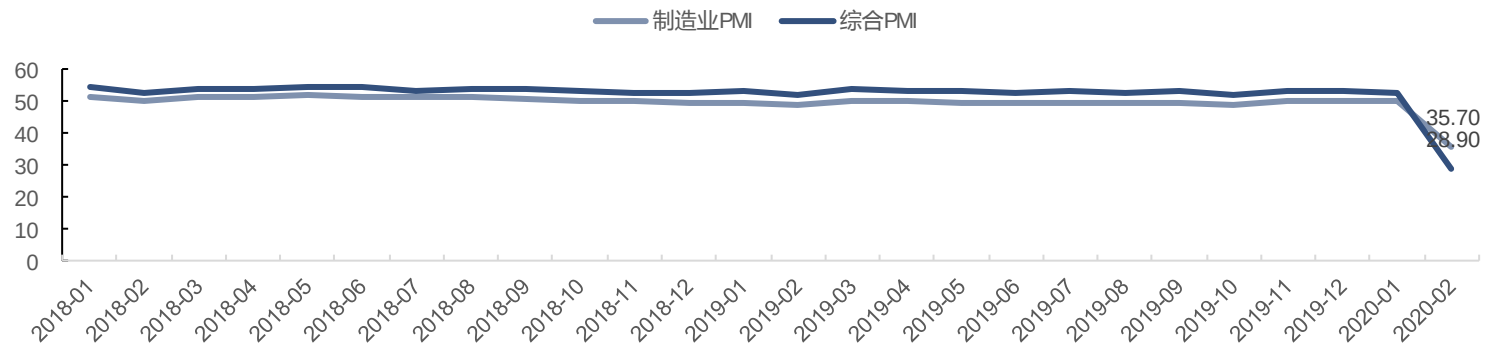


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

强基建再度升温，工程机械需求延续

在新冠肺炎疫情的影响下，我国经济自一月底开始受到冲击。2 月份 PMI 降至 35.7，为有记录以来的最低值，全国固定资产投资 1-2 月同比下降 24.5%，房地产开发投资 1-2 月同比下降 16.3%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 30.3%，1-2 月工业企业利润同比下滑 38.3%，经济形势面临严峻的挑战。

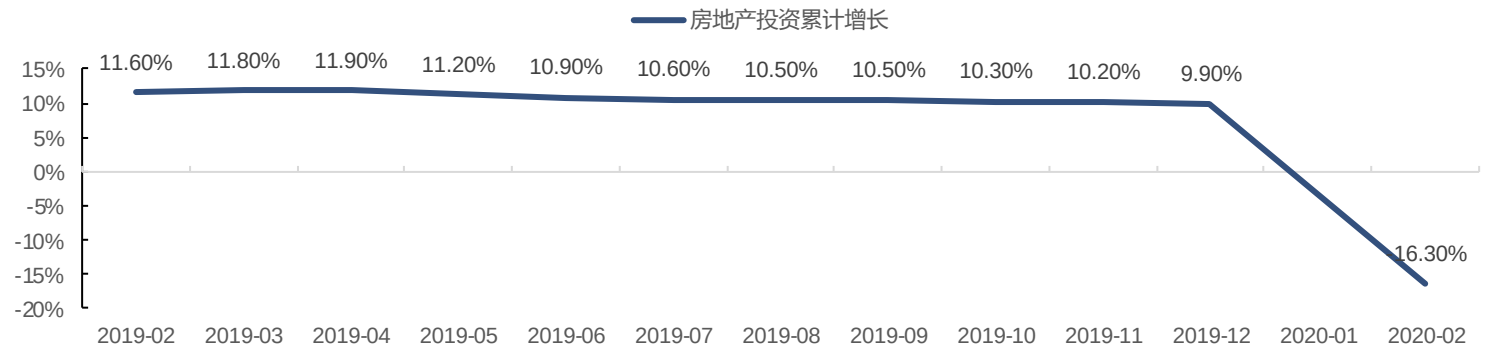
图 20：2020 年 2 月 PMI 指数出现剧烈下滑



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

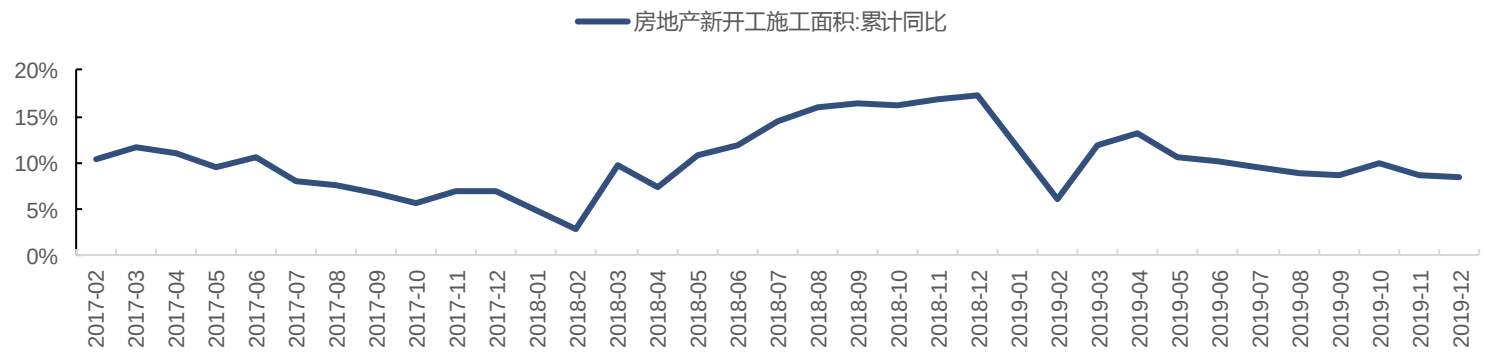
在“房住不炒”的总基调下，房地产投资预计保持平稳，基建投资成为经济波动的平滑器，强势基建有望再度升温。2019 年，我国房地产投资在高位保持稳定的同时出现了缓慢下滑的趋势，在“房住不炒”的大背景下预计疫情冲击之后会企稳，但不会大幅上升。

图 21：疫情前房地产投资略显跌势



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 22：疫情前房地产新开工面积表现出韧性



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

地方政府专项债新政频出，助力基建投资增长。我国 2015—2019 年各年度新增专项债券分别为 1000 亿元、4000 亿元、8000 亿元、13500 亿元、21500 亿元，逐年快速增长，对基建投资的增量拉动作用较为明显，2019 年 6 月 10 日，中办国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金；2019 年 11 月 27 日发布的《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，将港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由 25%调整为 20%；2020 年 3 月 20 日，“21 世纪经济报道”报道称，近期监管部门已下发要求，明确 2020 年全年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关的领域，新增专项债的发行将更加偏向基建投资。

地方债发行节奏加快、力度加大，截至目前，2020 年专项债额度已经下发 1.29 万亿元，达到 2019 年限额的 60%。2019 年 11 月 27 日，财政部近期提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%，较 2018 年提前下达的 8100 亿元增加 1900 亿元。2020 年 2 月 11 日，财政部再下达了 2020 年部分新增专项债务限额 2900 亿元。2019 年专项债限额为 2.15 万亿元，此次财政部分两批下达提前批专项债，共计 1.29 万亿元，达到 60%上限。同时财政部要求各地，尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目，做好专项债券发行使用工作，早发行、早使用，确保 2020 年初即可使用见效，确保形成实物工作量，尽早形成对经济的有效拉动。

图 23：专项债相关重大政策调整

2019年6月10日，中办国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。

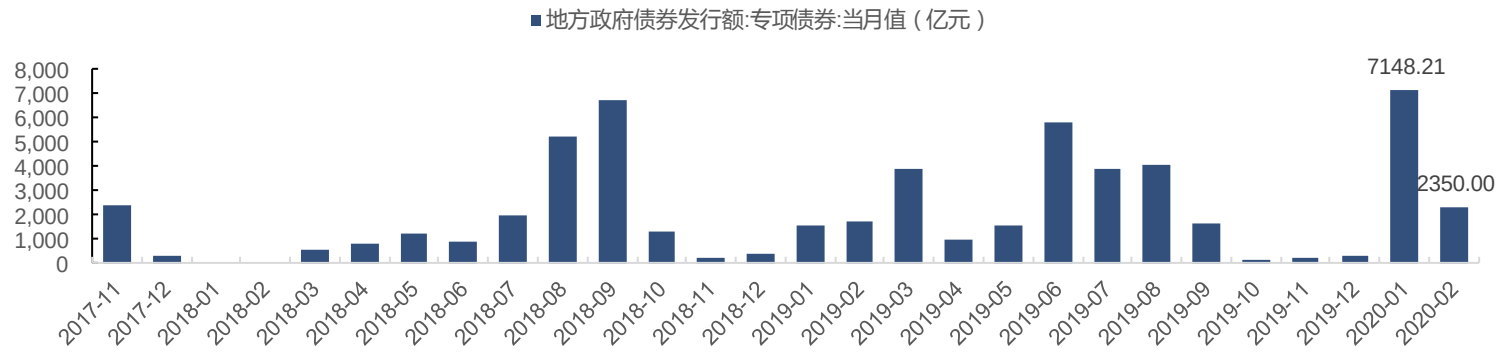
2019年11月27日发布的《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，将港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由25%调整为20%，机场项目最低资本金比例维持25%不变，其他基础设施项目维持20%不变。公路（含政府收费公路）、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下，可以适当降低项目最低资本金比例，但下调不得超过5个百分点。

2020年3月20日，“21世纪经济报道”报道称，近期监管部门已下发要求，明确2020年全年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关的领域。关于可以使用领域，在已有的交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等7大类领域基础上，新增了应急医疗救治设施、公共卫生设施、城镇老旧小区改造等领域。

资料来源：信达证券研发中心

各省积极落实专项债发放，数据显示，**截至 3 月 20 日，今年以来各地专项债发行规模共计 10233 亿元，突破万亿，占提前下达新增专项债额度的 79%，全部用于铁路、轨道交通等交通设施建设，还有生态环保、农林水利、市政和产业园区等领域的重大基础设施项目。**

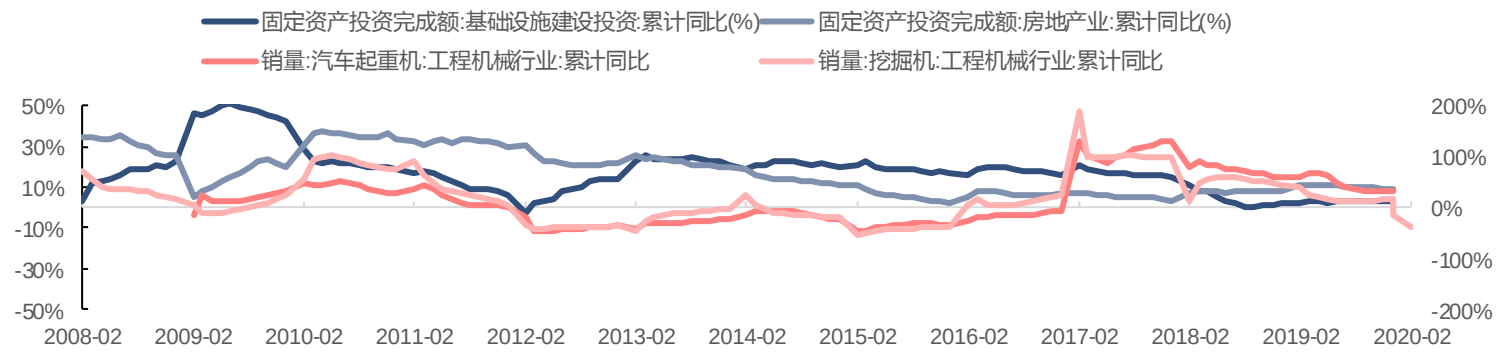
图 24：地方政府专项债发行额



资料来源：财政部，信达证券研发中心

基建作为工程机械行业最主要的下游领域之一，其投资的增加将有助于带动工程机械设备的总需求，公司作为工程机械领域龙头公司，将有望受益于本轮基建周期景气回升。

图 25：基建及房地产投资拉动工程机械增长



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

存量更新下，行业波动趋于平缓

工程机械的订单按照购买动机可以分为增量市场和存量更新市场，后者主要是因原机械使用寿命达到或者环保要求限制而产生。一般而言，工程机械的寿命周期为 8-10 年，上一轮销售高峰期在 2011 年前后，因此可以判断，**在自然使用条件下，上一轮销售出去的工程机械，将在 2019-2021 年左右进入到淘汰和更新的高峰阶段**。

环保要求的升级将进一步加速工程机械的淘汰更新。我国工程机械的排放标准已经历经国一、国二、国三 3 个阶段，即将迎来国四阶段。2019 年 2 月 20 日，生态环境部办公厅发出关于征求《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）（GB 20891-2014）修改单（征求意见稿）》，明确指出国四标准将从 2020 年 12 月 1 日开始实行，同时随着非道路移动机械摸底调查和编码登记的实施趋严，新一轮换机潮将会到来。**根据工程机械工业协会的预计，目前行业已经进入存量市场时代，更新替换需求占比达 60%。**

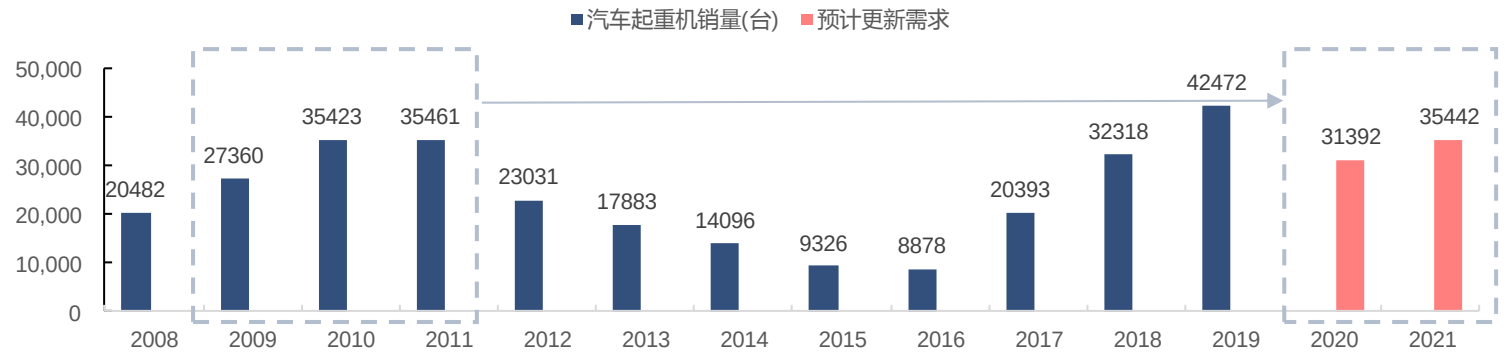
表 1：工程机械环保政策梳理

发布日期	文件名称	主要内容
2007-07-01	《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Ⅰ、Ⅱ阶段）》	明确国一、国二标准，自 2007 年 10 月 1 日其执行国一阶段标准
2009-09-28	《关于实施非道路移动机械用柴油机排放标准第二阶段的公告》	自 2009 年 10 月 1 日起，所有新定型的非道路移动机械用柴油机必须符合 GB20891-2007 第二阶段型式核准排放限值的要求。
2016-01-15	《关于实施国家第三阶段非道路移动机械用柴油机排气污染物排放标准的公告》	自 2016 年 4 月 1 日起，所有制造、进口和销售的非道路移动机械不得装用不符合《非道路标准》第三阶段要求的柴油机（农用机械除外）。
2016-01-15	《关于实施国家第三阶段非道路移动机械用柴油机排气污染物排放标准的公告》	自 2015 年 10 月 1 日起，所有制造和销售的非道路移动机械用柴油机，其排气污染物排放必须符合本标准第三阶段要求。自 2016 年 4 月 1 日起，所有制造、进口和销售的非道路移动机械不得装用不符合《非道路标准》第三阶段要求的柴油机（农用机械除外）。
2018-07-03	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	加强非道路移动机械和船舶污染防治。开展非道路移动机械摸底调查，划定非道路移动机械低排放控制区，严格管控高排放非道路移动机械，重点区域 2019 年底前完成。推进排放不达标工程机械、港作机械清洁化改造和淘汰。
2018-08-19	《非道路移动机械污染防治技术政策》	新生产装用压燃式发动机的非道路移动机械，2020 年达到国家第四阶段排放控制水平，2025 年与世界最先进排放控制水平接轨。新生产装用小型点燃式发动机的非道路移动机械，2020 年前后达到国家第三阶段排放控制水平，2025 年与世界最先进排放控制水平接轨。新生产装用大型点燃式发动机的非道路移动机械，在 2025 年前达到世界最先进排放控制水平。
2019-01-04	《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》	2020 年年底前，全国实施非道路移动机械第四阶段排放标准。 进口二手非道路移动机械和发动机应达到国家现行的新生产非道路移动机械排放标准要求。对于具备条件的老旧工程机械，加快污染物排放治理改造。采取限制使用等措施，促进老旧燃油工程机械淘汰。2019 年年底前，各地完成非道路移动机械摸底调查和编码登记。
2019-02-20	《〈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）（GB 20891-2014）修改单（征求意见稿）》	自 2020 年 12 月 1 日起， 凡不满足本标准第四阶段要求的非道路移动机械不得生产、进口、 销售；不满足本标准第四阶段要求的非道路移动机械用柴油机不得生产、进口、销售和投入使用。
2019-07-29	《关于加快推进非道路移动机械摸底调查和编码登记工作的通知》	开展非道路移动机械摸底调查和编码登记，划定非道路移动机械排放控制区，严格管控高排放非道路移动机械。按照《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》要求，于 2019 年年底前完成在用非道路移动机械摸底调查和编码登记，新购置或转入的非道路移动机械，应在购置或转入之日起 30 日内完成编码登记。

资料来源：原环保部，生态环境部，信达证券研发中心

汽车起重机的更新需求将在今明两年集中释放。上一轮汽车起重机销售在 2010 与 2011 年达到高峰，从设备使用周期的角度考虑，根据前一个周期的销售情况进行线性推算，我们按设备 10 年左右进入报废期，报废需求分两年进行更新计算，2020/2021 年汽车起重机更新需求将达到 31392/35442 台，分别占 2020/2021 全年销量的 73.91%/83.44%。

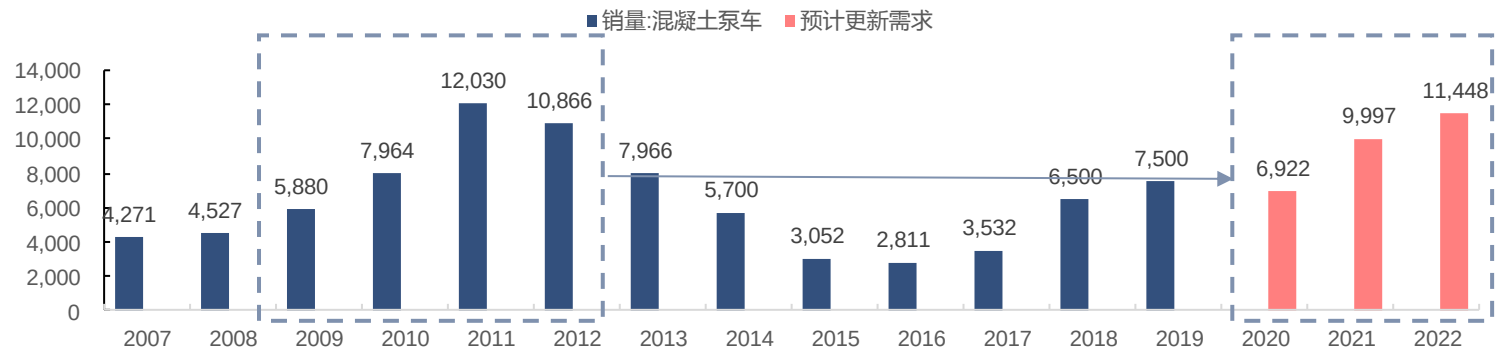
图 26：汽车起重机销量及预计更新需求



资料来源：CCMA，信达证券研发中心

由于上一轮销售高峰期为 2011 年，混凝土泵车的更新高峰将在 2021 年来到。混凝土泵车销售量在 2011 年达到顶峰，为 12030 台。混凝土泵车的报废年限一般也在 10 年左右，根据上述计算方法我们得出：2020-2022 混凝土泵车更新需求为 6,922/9,997/11,448 台，分别占 2019 年销售量的 92.29%/133.29%/152.64%，2022 年达到阶段高峰。

图 27：混凝土搅拌车销量及预计更新需求



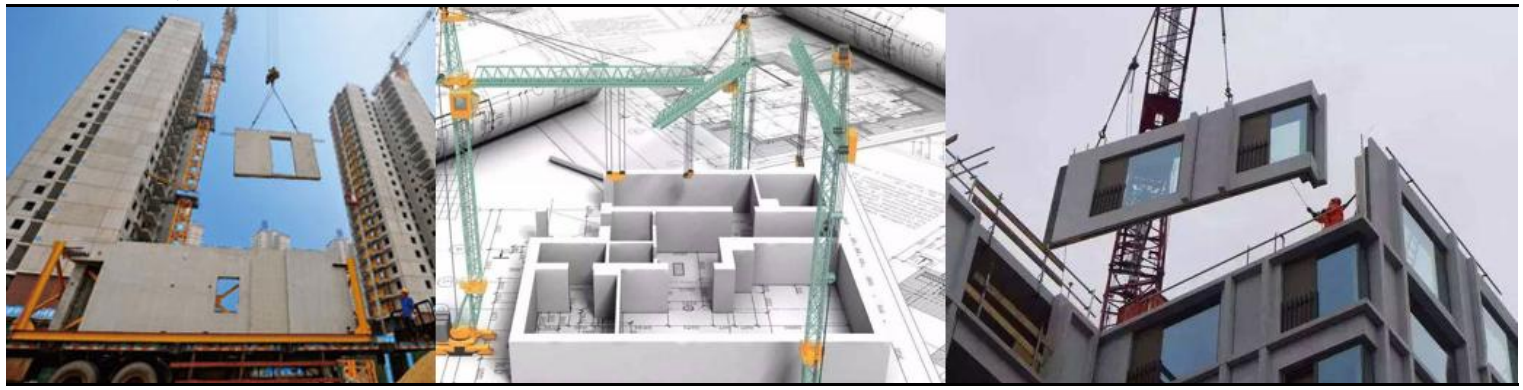
资料来源：CCMA，信达证券研发中心

装配式建筑持续推进，带动中大型塔机需求

装配式建筑在政策支持下渗透率持续提升

装配式建筑，全程预制装配式建筑，是指建筑的部分或全部构件在构件预制工厂生产完成，然后通过相应的运输方式运到施工现场，采用可靠的安装方式和安装机械将构件组装起来，成为具备使用功能的建筑物的建筑施工方式。其主要的特点是设计的标准化、预制构件生产的工厂化、施工安装的专业化、建筑结构的一体化以及管理运维的科学化，可以帮助节省人力成本，缩短工期，保证质量，节省材料等等。

图 28：装配式建筑



资料来源：信达证券研发中心

国家陆续推出多项政策推动装配式建筑发展。2015 年 11 月，住建部出台《建筑产业现代化发展纲要》，提出到 2020 年装配式建筑占新建建筑的比例 20%以上，到 2025 年装配式建筑占性建筑的比例 50%以上；而后多项政策陆续推出，2017 年 3 月，住房城乡建设部一次性印发《“十三五”装配式建筑行动方案》、《装配式建筑示范城市管理办法》、《装配式建筑产业基地管理办法》三大文件，提出到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上，其中重点推进地区达到 20%以上，积极推进地区达到 15%以上，鼓励推进地区达到 10%以上全面推进装配式建筑发展。

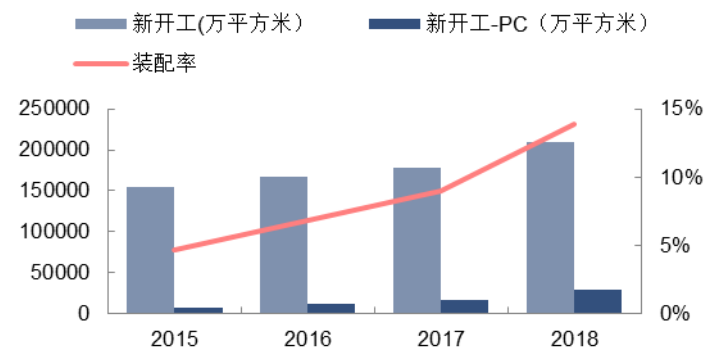
表 2：装配式建筑政策梳理

发布日期	文件名称	主要内容
2015 年 11 月	《建筑产业现代化发展纲要》	到 2020 年装配式建筑占新建建筑的比例 20%以上，到 2025 年装配式建筑占性建筑的比例 50%以上
2016 年 2 月	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	加大政策支持力度，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。积极稳妥推广钢结构建筑。
2016 年 9 月	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	以京津冀、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，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	《“十三五”装配式建筑行动方案》、《装配式建筑示范城市管理办法》、《装配式建筑产业基地管理办法》	到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上，其中重点推进地区达到 20%以上，积极推进地区达到 15%以上，鼓励推进地区达到 10%以上；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。

资料来源：信达证券研发中心整理

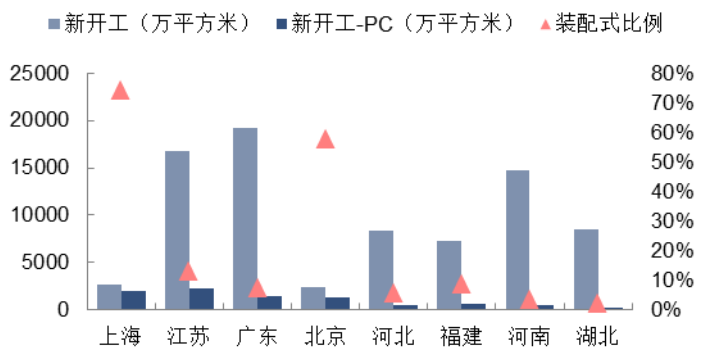
国内装配式建筑渗透率持续提升，各省纷纷推出相关政策。2018 年，我国房屋新开工面积为 20.9 亿平方米，其中装配式建筑新开工面积达到 2.9 亿平方米，渗透率达到 13%，距离目标仍有较大空间。但是国内各地装配式建筑渗透率差异较大，比如上海地区装配式建筑占新建建筑比重已经达到 70%以上，而湖北、河北、福建等地区的装配式建筑发展较为滞后。特别是西部地区，装配式建筑此前发展较慢，而近期部分西部省份也是将装配式建筑纳入政策重点推进的范畴。

图 29：全国装配式建筑渗透率快速提升



资料来源：国家统计局，住建部，信达证券研发中心

图 30：各省市装配式建筑渗透率差异较大



资料来源：各省、市住建委（厅），信达证券研发中心

表 3：近期各省（直辖市）推进装配式建筑发展的政策措施梳理

省（直辖市）	发布时间	文件名称	主要内容
青海	2 月 24 日	《2020 年青海省建筑业工作要点》	指导西宁、海东市出台推广装配式建筑的具体政策，加大对青南地区钢结构装配式建筑的推广应用力度，组织编制《青海省轻钢结构住宅技术导则》
黑龙江	2 月 27 日	黑龙江住建厅《2020 年全省建设标准和科技工作要点》	全年力争推广装配式建筑不少于 30 万平方米。哈尔滨要发挥示范引领作用，按照《哈尔滨市加快推进装配式建筑发展实施方案》确定的目标完成年度任务。齐牡佳大等有条件的市地，力争年度推广装配建筑面积超过全省年度目标的 20%。
浙江	3 月 2 日	浙江省住建厅发布《2020 年全省建筑工业化工作要点》	实现全年新开工装配式建筑占新建建筑面积达到 30%以上；累计建成钢结构装配式住宅 500 万平方米以上，其中钢结构装配式农房 20 万平方米以上
河南	2 月 28 日	河南省支持建筑业发展厅际联席会议办公室《关于支持建筑业转型发展的十条意见》	将装配式建筑产业基地(园区)和项目建设纳入相关规划并优先安排建设用地。对使用住房公积金贷款购买装配式商品住房的，贷款额度最高可上浮 20%。外墙预制部分的建筑面积(不超过规划地上总建筑面积的 3%)不计入成交地块的容积率；对装配式低能耗、超低能耗建筑增加的外墙保温部分，不计入容积率核算的建筑面积。
四川	3 月 5 日	四川省住建厅《2020 年全省推进装配式建筑发展工作要点》	2020 年，全省新开工装配式建筑 4600 万㎡。其中成都 3000 万㎡，单体建筑装配率不得低于 30%。钢结构装配式住宅建设试点城市开工建设 1～2 个钢结构装配式住宅示范项目。全省新增 10 个省级装配式建筑产业基地。
河北	3 月 2 日	河北省住建厅《2020 年全省建筑节能与科技和装配式建筑工作要点》	装配式建筑占城镇新建建筑面积比例达到 20%以上
江苏	3 月 4 日	江苏省住建厅《2020 全省住房城乡建设工作要点？	加大工作力度，完善联动机制，压实主体责任，确保 2020 年底全省装配式建筑占新建建筑面积比例达 30%。
重庆	3 月 6 日	重庆市住建委《2020 年建设科技与对外合作工作要点》	确保 2020 年全市装配式建筑占新建建筑比例达到 15%以上，主城区达到 30%以上
甘肃	3 月 18 日	甘肃省住建厅《关于进一步推进装配式建筑工作的通知》	在政府投资或主导的工程率先带动装配式建筑发展，政府投资或主导的文化、教育、办公、卫生、体育等公共建筑，以及旧城改造、棚户区改造和城市综合管廊等项目应率先采用装配式建筑。鼓励商品住宅采用装配式建造方式建造。

资料来源：各省住建厅官网，信达证券研发中心

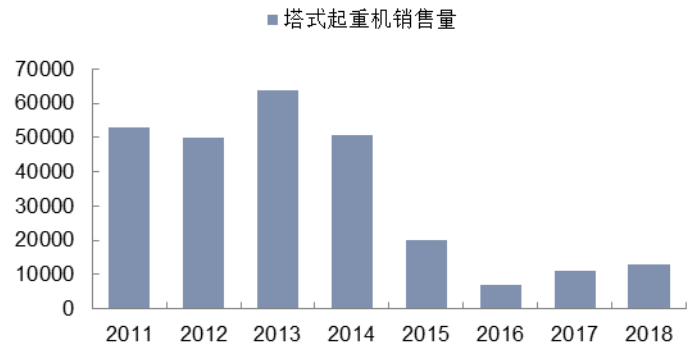
整体而言，近年来上海、浙江、北京等地装配式建筑发展较快，而中西部、东北部分地区装配式建筑发展较慢，*今年以来我们观察到多地在装配式建筑政策上持续发力，浙江等发展较快的地区已经开始重点推广钢结构装配式建筑，结合装配式建筑在环保、工期、人工成本等方面的优势，我们认为装配式建筑渗透率的提升乃大势所趋。*

公司为塔机龙头，充分受益装配式建筑发展

装配式建筑因其结构部件多为预制，在现场施工时多采用塔机吊装，而装配式建筑的预制构件重量远高于传统建筑部件，传统小型塔机无法满足需求，中大型塔机的需求显著增加。根据工程机械协会数据显示，由于过去国内塔机保有量中 90%以上为小型塔吊，**当前塔机的增长主要来自大吨位，相当于一个新增的市场，主要受益于装配式建筑等拉动，将保持 3-5 年的景气度。**

公司塔机全球领先，将充分受益于装配式建筑的发展。中国第一台塔机诞生于公司前身建设机械研究院，在发展过程中又收购融合了德国 JOST、WILBERT 的先进技术，2018 年中联重科塔机销量超 4000 台，市场份额约 37%，是国内第二徐工的 3 倍，2019 年市占率进一步提升。2019 年 1 月，中联重科塔机智能工厂一期正式运营，公司在产能规模和产品质量上迈上新高度，市场规模持续扩大。2019 年，公司如期完成塔机 100 亿的销售目标，同比增幅 100%以上，综合毛利率和市占率快速提升，实现规模增长的同时盈利也大幅提升。未来随着市场 PC 化率的推进、环保要求带动产品升级以及市场集中化程度的提升，塔机市场的前景广阔。

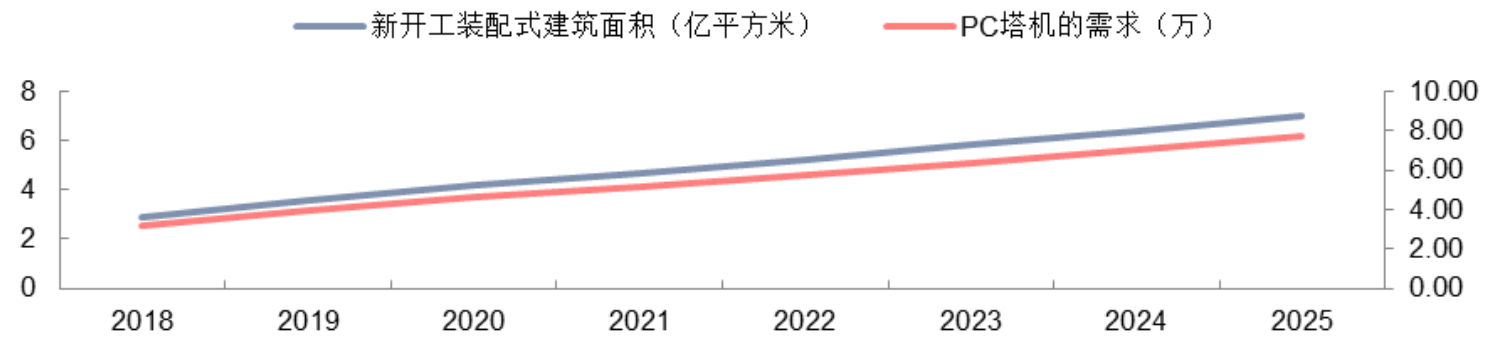
图 31：国内塔式起重机销售量（台）



资料来源：中国工程机械工业年鉴，信达证券研发中心

我们针对未来国内市场需求做一个简单的测算。基于两个假设：（1）到 2025 年，国内新建装配式建筑达到 7 亿平方米，占比达到 30%；（2）参考多个实际项目的测算，我们假设单台塔机每年的工作覆盖建筑面积为 1 万平（不同塔吊的型号工作能力有所差异）。但是，在实践中，由于 PC 塔机主要是租赁模式，存在出租率不足 100%的问题，而工期往往会因为一些客观因素达不到最佳状态，且塔机具有一定的区域性，因此实际的 PC 塔机需求要高于我们的预测。**根据我们的测算，到 2021 年，用于装配式建筑的塔机需求量将达到 5.2 万台，我们认为届时实际市场需求将超过 5.7 万台。**

图 32：未来 5 年装配式建筑对塔机需求的带动测算



资料来源：信达证券研发中心

发布核心管理层持股计划，彰显发展信心

2019 年 11 月 16 日，公司发布公告《核心经营管理层持股计划（草案）》。持股计划参与对象为包括董事、监事、高级管理人员 16 人在内的不超过 1200 名公司员工，股票来源为公司回购专用账户回购的 A 股股份，本持股计划所能受让回购专用证券账户股份和持有的公司股票数量合计上限为 390,449,924 股，占公司截至 2019 年 9 月 30 日总股本（7,867,313,670 股）的 4.96%。持股计划获股东大会批准后，通过非交易过户方式取得公司股票并持有的价格为 2.75 元/股，不低于公司回购股份均价（5.49 元/股）的 50%。持股计划存续期为 48 个月、锁定期为 12 个月，自公司公告最后一笔标的股票过户至持股计划名下之日起算。

持股计划有利于实现公司核心经营管理团队的长期激励与约束，确保公司远期经营目标的实现。公司核心经营管理团队薪酬结构整体上较为单一持股计划作为创新长效机制，有助于推动和促进公司核心经营管理团队的稳定性和凝聚力的提升，构建起基于公司和核心团队利益绑定的事业共同体，推动公司转型升级、提升公司长期价值，确保公司在行业复苏背景下通过优化管理机制和业务布局步入新的增长轨道，促进长期、持续、健康发展。

设置公司业绩考核条件，彰显发展信心。员工持股分三年解锁，以 2017 年、2018 年和 2019 年公司归属于母公司股东的净利润（简称“净利润”，下同）的算术平均值为基数（简称“基数”，下同），分别以 2020 年、2021 年和 2022 年三年的净利润增长率为指标进行业绩考核。基数为 25.74 亿元，因此，2020-2022 年的归母净利润分别至少达到 46.33/48.91/51.48 亿元，彰显了公司发展的信心。

表 4：员工持股解锁公司考核条件

解锁期	解锁条件
第一个解锁期	与基数相比，2020 年净利润增长率不低于 80%
第二个解锁期	与基数相比，2021 年净利润增长率不低于 90%；或 2020 年和 2021 年两年累计净利润增长率不低于 170%
第三个解锁期	与基数相比，2022 年净利润增长率不低于 100%；或 2020 年、2021 年、2022 年三年累计净利润增长率不低于 270%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

我们预测公司 2020-2022 年摊薄 EPS 分别为 0.72/0.81/0.88 元， 对应 2020 年 3 月 30 日收盘价（5.96 元/股）市盈率 8.33/7.35/6.76 倍。首次覆盖给予公司“买入”投资评级。

表 5：可比公司盈利及估值对比

股票代码	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	PE（倍）				EPS（元）			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600031.SH	三一重工	17.61	1484	21.82	12.91	10.81	9.68	0.73	1.33	1.59	1.77
000425.SZ	徐工机械	5.14	403	19.81	10.40	8.25	7.36	0.26	0.50	0.62	0.70
000528.SZ	柳工	6.25	92.25	11.57	9.23	8.01	6.98	0.54	0.68	0.78	0.89

资料来源：Wind， 信达证券研发中心

风险因素

行业竞争加剧

近几年工程机械行业来景气度较高，行业内企业为争夺市场份额竞争越发激烈，出现价格战等现象，公司面临一定的竞争压力。若竞争进一步加剧，可能对公司的发展出现不利影响。

海外疫情加剧影响复工节奏

当年疫情防控形式依旧严峻，工程建设属于人员密集型行业，若疫情控制出现反复，将对复工进度产生较大影响。

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	70,368.91	63,182.12	69,981.85	76,907.22	84,168.84
货币资金	10,068.01	6,572.22	9,077.25	12,871.66	16,898.88
应收票据	1,367.82	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	22,944.17	25,403.95	28,317.79	30,367.99	32,499.83
预付账款	725.24	879.87	975.90	1,051.07	1,127.75
存货	9,550.65	11,771.58	13,056.41	14,062.01	15,087.89
其他	25,713.02	18,554.50	18,554.50	18,554.50	18,554.50
非流动资产	23,087.74	28,885.91	29,292.00	29,638.43	30,060.77
长期股权投资	3,499.06	3,907.84	3,907.84	3,907.84	3,907.84
固定资产（合计）	5,438.73	5,802.58	6,284.44	7,045.63	7,380.31
无形资产	4,014.10	4,047.92	4,125.46	4,128.86	4,152.02
其他	10,135.86	15,127.57	14,974.26	14,556.10	14,620.60
资产总计	93,456.65	92,068.03	99,273.85	106,545.65	114,229.61
流动负债	39,628.37	34,583.44	36,617.59	38,083.66	39,484.09
短期借款	8,325.50	5,042.88	4,942.88	4,742.88	4,442.88
应付票据	3,801.69	9,760.37	10,825.68	11,659.47	12,510.07
应付账款	7,008.96	9,300.71	10,315.86	11,110.38	11,920.92
其他	20,492.23	10,479.48	10,533.17	10,570.94	10,610.21
非流动负债	15,059.81	17,951.42	17,851.42	17,751.42	17,651.42
长期借款	5,539.00	2,842.05	2,742.05	2,642.05	2,542.05
其他	9,520.81	15,109.36	15,109.36	15,109.36	15,109.36
负债合计	54,688.18	52,534.86	54,469.00	55,835.08	57,135.50
少数股东权益	567.27	669.94	545.82	405.13	252.10
归属母公司股东权益	38,201.19	38,863.23	44,259.02	50,305.44	56,842.01
负债和股东权益	93,456.65	92,068.03	99,273.85	106,545.65	114,229.61

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	28,696.54	43,307.40	48,274.75	51,769.85	55,404.09
同比（%）	23.30	50.92	11.47	7.24	7.02
归属母公司净利润	2,019.86	4,371.46	5,631.72	6,383.77	6,943.96
同比（%）	51.65	116.42	28.83	13.35	8.78
毛利率（%）	27.09	30.00	30.35	30.05	29.87
ROE%	5.33	10.82	13.55	13.50	12.96
EPS (摊薄)(元)	0.26	0.58	0.72	0.81	0.88
P/E	23.23	10.73	8.33	7.35	6.76
P/B	1.23	1.21	1.06	0.93	0.83
EV/EBITDA	16.32	9.05	8.62	7.67	7.09

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	28,696.54	43,307.40	48,274.75	51,769.85	55,404.09
营业成本	20,923.08	30,314.62	33,623.37	36,213.01	38,854.89
营业税金及附加	251.05	359.42	400.64	429.65	459.81
销售费用	2,379.41	3,780.02	4,103.35	4,348.67	4,543.14
管理费用	1,459.27	1,619.60	2,172.36	1,967.25	2,049.95
研发费用	580.85	1,515.65	1,737.89	1,863.71	1,939.14
财务费用	1,243.98	1,215.04	147.53	63.30	-82.32
减值损失合计	369.13	680.20	471.09	543.57	660.73
投资净收益	871.10	945.81	628.70	765.77	780.09
其他	240.30	245.25	205.32	206.31	205.81
营业利润	2,601.16	5,013.92	6,452.54	7,312.76	7,964.67
营业外收支	37.37	19.98	27.00	32.03	24.66
利润总额	2,638.52	5,033.90	6,479.54	7,344.80	7,989.32
所得税	681.89	758.79	971.93	1,101.72	1,198.40
净利润	1,956.63	4,275.12	5,507.60	6,243.08	6,790.93
少数股东损益	-63.23	-96.34	-124.12	-140.69	-153.04
归属母公司净利润	2,019.86	4,371.46	5,631.72	6,383.77	6,943.96
EBITDA	5,035.20	7,614.68	7,969.32	8,926.31	9,599.10
EPS (当年)(元)	0.26	0.58	0.72	0.81	0.88

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5,064.12	6,219.35	3,942.04	5,232.48	5,647.37
净利润	1,956.63	4,275.12	5,507.60	6,243.08	6,790.93
折旧摊销	844.61	875.94	911.40	985.36	1,058.63
财务费用	1,552.06	1,704.83	578.39	596.16	551.14
投资损失	-871.10	-945.81	-628.70	-765.77	-780.09
营运资金变动	1,223.23	-359.00	-2,597.56	-1,963.00	-2,153.91
其它	358.69	668.27	170.91	136.65	180.67
投资活动现金流	-7,589.01	9,733.78	-658.62	-541.91	-669.00
资本支出	-432.78	-1,203.44	-1,287.32	-1,307.68	-1,449.10
长期投资	31,556.53	29,475.53	628.70	765.77	780.09
其他	-38,712.75	-18,538.31	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	4,102.38	-19,648.79	-778.39	-896.16	-951.14
吸收投资	43.13	313.12	0.00	0.00	0.00
借款	2,412.18	-14,001.13	-200.00	-300.00	-400.00
支付利息或股息	2,746.68	3,517.18	578.39	596.16	551.14
现金流净增加额	1,606.19	-3,681.07	2,505.03	3,794.41	4,027.23

研究团队简介

罗政，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究发展中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020 年 3 月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上;	**看好：** 行业指数超越基准;
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％;	**中性：** 行业指数与基准基本持平;
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间;	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。