

广发机械“传道”系列之一

春江水暖“挖”先知——微观视角看挖掘机

核心观点:

近期,我们从终端市场的微观视角对挖掘机需求进行了跟踪,在春季开工的大背景下,探讨终端需求和正在发生的行业格局变化。我们总结如下:

● 需求总量:销量继续强势,下游基建项目需求旺盛

从2月份来看,春节后各地开始复工,终端的开工情况差异较大,主要受天气影响较大,南方从1月份以来一直多雨季节,建筑工地没有开工。但是从挖掘机代理商的订金和意向订单来看,天气因素并没有影响接单,只是影响了客户提机的进度,需求相对于同期水平提升明显。下游的主要需求来自于基建项目的边际改善和农村市场需求。2019年春节和2011年春节分布时间类似,同时当前需求景气位置和2011年也有所类似,我们结合2011年1-3月份的销售分布规律,预测国内2月份大部分省份挖掘机销量同比增速会在40-60%增速区间,预计3月份销量增速会超过20%,预计2019年Q1挖掘机销量或许会创历史同期新高,预计季度增速也会超过20%,高于此前市场预期水平。

● 结构演化:小挖继续强势,以旧换新持续增加

终端小挖销量需求持续强势,增长主要得益于城市基础设施和农村建设的需求,我们用全国公共财政基金扶贫支出金额和2015年后的小挖的销量走势做拟合对比,二者在趋势上保持高度一致,同时小挖也具有较强的劳动力替代效应。此外,目前从各个省份微观市场的结果来看,以旧换新的比例基本维持在50-60%的水平,以旧换新是更新需求的其中一种表现形式。纵向来看,终端部分省份的以旧换新比例呈现出逐年上升的趋势。

● 竞争和风险:小挖价格战竞争激烈,各主体风险意识强化

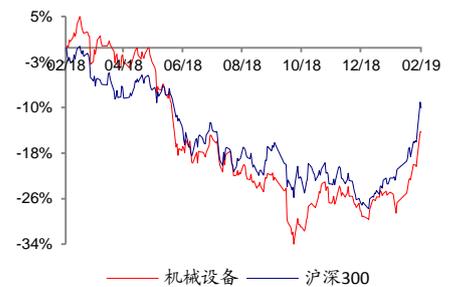
根据各地微观市场反馈,目前终端的需求竞争在代理商层次非常激烈,各个主机厂品牌对代理商有市场份额的考核目标相对去年有所提升,终端挖掘机价格尤其是小型挖掘机价格有降价发生,代理商让渡利润追逐市场份额;但是,总体来看,信用政策的使用和经营风险仍然是可控的,客户逐渐趋于理性、代理商对付款条件的把控和厂商对现金流的要求,全方位立体的控制风险,目前来看,难以形成2011年类似的风险事件。

投资建议:当前需求仍然处在景气通道中,以挖掘机为代表的产品销量持续增长,同时,国产品牌加速进口替代,市场份额逐步向龙头企业倾斜。我们建议继续重点关注国内工程机械龙头三一重工以及零部件企业恒立液压,同时也可以关注艾迪精密、徐工机械、柳工和中联重科(000157.SH/01157.HK)。

风险提示:下游地产和基建投资波动带来销量需求不及预期;终端价格恶化并且向主机厂传导影响毛利率;应收账款风险积压形成的坏账风险;产能瓶颈带来部分机型供货不足的风险。

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-02-27

相对市场表现



分析师:

罗立波



SAC 执证号: S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师:

代川



SAC 执证号: S0260517080007



021-60750615



daichuan@gf.com.cn

分析师:

刘芷君



SAC 执证号: S0260514030001



SFC CE No. BMW928



021-60750802



liuzhijun@gf.com.cn

请注意,罗立波,代川并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

挖掘机1月份销量点评:销量保持稳健增长,龙头市场份额继续扩大	2019-02-14
工程机械行业2019年展望:需求深化,格局分化	2019-02-12
11月挖掘机销量点评:销量增速放缓,但绝对销量仍创历史新高	2018-12-10

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/2/26	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
三一重工	600031	买入	CNY	10.80	11	0.79	1.1	12.00	8.62	7.51	5.92	18.90%	20.70%
中联重科	000157	买入	CNY	4.22	-	0.22	0.34	17.19	11.49	7.75	6.62	4.30%	6.30%
柳工	000528	买入	CNY	7.37	8.3	0.58	0.79	11.24	8.25	7.09	5.77	8.20%	10.00%
徐工机械	000425	买入	CNY	3.95	-	0.26	0.35	13.16	10.00	6.17	5.32	8.00%	9.50%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 三一重工 2 月 26 日股价距离我们此前给出的合理价值较近, 短期看公司估值已趋于合理估值区间, 但长期看, 公司是国内工程机械龙头, 市场份额持续渗透和未来的海外扩张, 未来我们依然看好公司未来的增长, 仍然维持“买入”评级。

目录索引

从微观视角看挖掘机需求.....	5
需求总量：销量继续强势，基建项目主导.....	5
结构分解：小挖强势，以旧换新持续增加.....	7
竞争情况：代理商竞争激烈，终端“价格战”在所难免.....	9
信用政策：风险意识强化，难蹈覆辙.....	9
投资建议和风险提示.....	10

图表索引

图 1: 挖掘机需求来源	6
图 2: 全国扶贫公共财政支出和中央财政专项扶贫支出 (亿元)	7
图 3: 2010-2018 年国内小挖销量 (台)	8
图 4: 终端挖掘机以旧换新比例水平	8
图 5: 挖掘机行业销售模式比对	10
图 6: 部分区域融资租赁和按揭比例	10

表 1: 挖掘机下游需求占比测算	6
表 2: 我们判断各个微观区域销售预计增速	7

从微观视角看挖掘机需求

本次我们选择从终端视角看挖掘机的需求状况，重点跟踪了华北、华中、华东的6个省（直辖市）的终端需求和终端市场竞争格局。所选择的终端市场区域占国内总销售的比例接近30%，其中华北区域和华东区域的重点省份分别是国内目前需求量第一和第二大的省份。选择地域上兼顾了南方区域和北方区域，也涵盖了中部和东部区域省份，对挖掘机的销售景气程度有一定的代表性。

需求总量：销量继续强势，基建项目主导

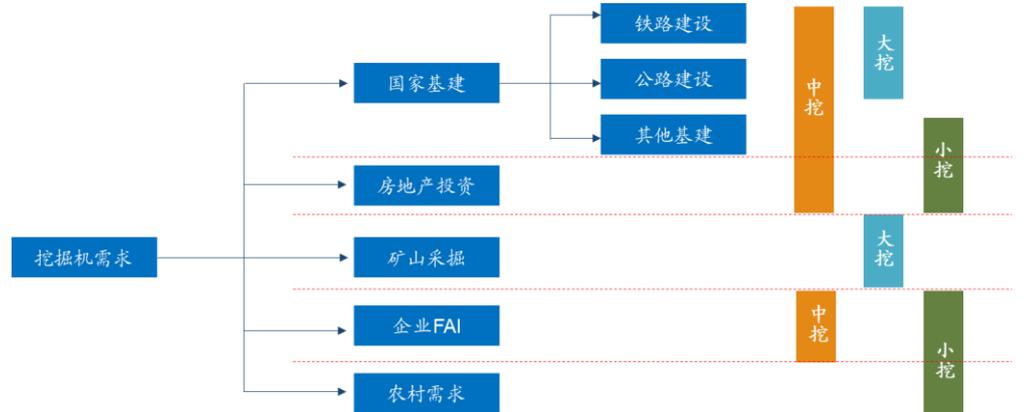
目前终端销量保持平稳，根据CDMA的数据显示，2019年1月份国内挖掘机销量为11756台，同比增长10%，由于今年春节在2月份月上旬，1月份可销售天数比同期更低，因此10%的增速实际上相对历史而言是比较高的，同时，1月份的销量绝对数也创下历史新高。

天气因素影响了开工，但是订单依然增长。从2月份来看，春节后大部分代理商从大年初五开始复工，终端的开工情况各地差异较大，主要受天气影响较大，南方从1月份以来一直多雨季节，不少工地没有开工。但是在代理商的订金和意向订单来看，天气因素并没有影响签单，只是影响了客户提机的进度。终端反馈，等到天气晴朗，库存机大部分很快就会被消化掉。

直接需求来自于何处？基建项目占主导，农村需求边际增量较大。在大部分区域，呈现出一个共同特征：地产端需求对整体需求的贡献比例在逐步缩小，基建投资需求和农村需求占比在逐步提高，尤其体现在当前的需求驱动中。基建投资需求从去年四季度以来，终端客户感受比较明显。除了基建项目以外，农村需求一直是支撑小挖增长的重要来源之一，农村需求包括了农田水利、环境改造、地产项目建设、农村基础设施建设等需求，农村需求的爆发主要得益于几点：（1）农村扶贫持续进行，对农村基础设施建设和改造投资增加；（2）农村劳动力萎缩，尤其是适龄劳动力人口急剧减少，挖掘机和泵车对于建筑劳动力的替代属性越来越明显。

2019年春节和2011年春节分布时间类似，均在2月份月上旬，同时当前需求景气位置和2011年也有所类似，我们结合2011年1-3月份的销售分布规律（2011年2月份相对于1月份环比增长了85%，同比增长135%），预测国内2月份大部分区域挖掘机销量同比增速会达到40-60%增速区间，3月份销量增速预计会超过20%。我们根据重点区域占比进行全国范围销量的推算，2019年一季度挖掘机销量或许会创历史新高，季度增速也会超过20%，高于此前市场预期水平。

图 1: 挖掘机需求来源



数据来源: 广发证券发展研究中心

表1: 挖掘机下游需求占比测算

	农村需求占比	采矿需求	基建需求	地产需求
2008	8%	7.00%	59.16%	26%
2009	8%	8.40%	60.54%	23%
2010	13%	8.40%	58.16%	21%
2011	14%	9.80%	49.69%	27%
2012	15%	9.77%	46.44%	29%
2013	16%	7.02%	46.86%	30%
2014	17%	7.23%	47.20%	28%
2015	20%	6.30%	48.32%	26%
2016	19%	8.40%	44.21%	28%
2017	25%	9.89%	41.62%	24%
2018	29%	10.62%	37.64%	23%

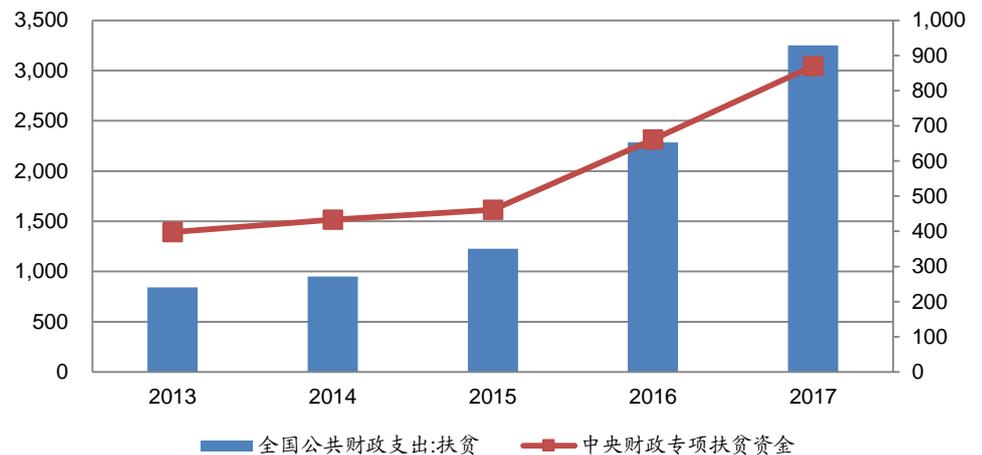
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表2: 对全国重点区域2月份和3月份销量增速测算

序列	重点省份	2月预计增速	3月预计增速	1-2月合计 预计增速	1-3月合计 预计增速
1	华中区域 1	47.1%	17.6%	3.3%	12.4%
2	华中区域 2	17.0%	22.5%	-19.3%	7.9%
3	华中区域 3	40.8%	20.0%	23.0%	21.0%
4	华东区域 1	56.4%	15.0%	46.5%	25.8%
5	华东区域 2	67.8%	21.0%	36.0%	26.0%
6	华北区域	57.8%	20.5%	44.4%	29.8%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 全国扶贫公共财政支出和中央财政专项扶贫支出 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

结构分解: 小挖强势, 以旧换新持续增加

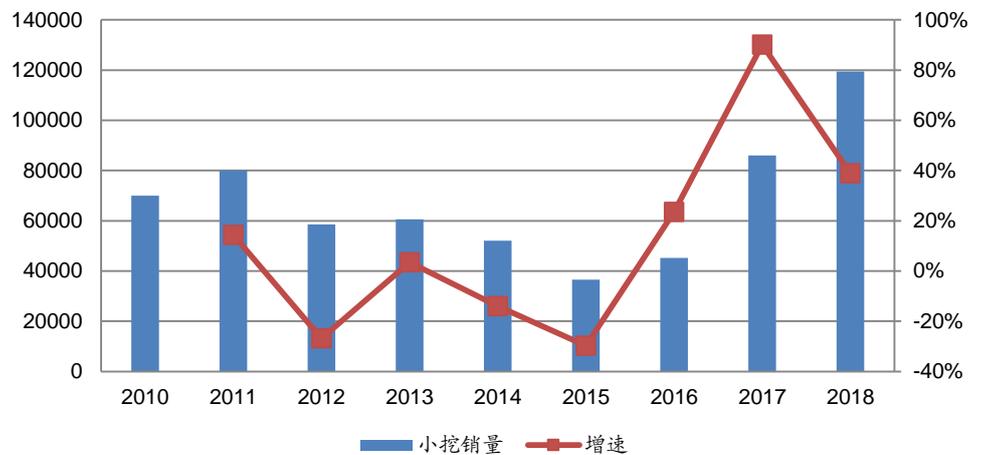
从结构上看, 小挖正在保持较强的趋势持续增长。中大挖增速从2018年四季度开始增长开始有些乏力。2018年国内小挖销量达到了119458台, 同比增长39%, 在2017年历史新高的基础上再创历史新高。小挖的增长得益于城市基础设施和农村建设的需求, 所以我们看到小挖在2015年后持续增长和全国公共财政基金扶贫支出走势步调保持一致, 同时小挖也具有较的劳动力替代效应。

更新需求持续贡献边际增量。在需求结构中, 主要包括两类需求: (1) 直接性新增投资需求; (2) 更新需求, 以设备自然生命周期和使用周期为更新驱动的需求。从2016年以后开始, 更新需求开始占总需求的比例超过50%。目前从终端市场反馈的结果来看, 以旧换新的比例基本维持在50-60%的水平, 以旧换新是更新需求的其中一种重要表现形式。纵向来看, 终端部分省份的以旧换新比例呈现出逐年上升的趋

势，以华中区域为例，2017年以旧换新比例仅为40-50%，2011年这一比例不足20%，所以以旧换新的比例提升，一方面来自于终端需求修复，同时也是巨大保有量背景下衍生出来的需求，对新增投资带来的需求有一定的熨平作用。

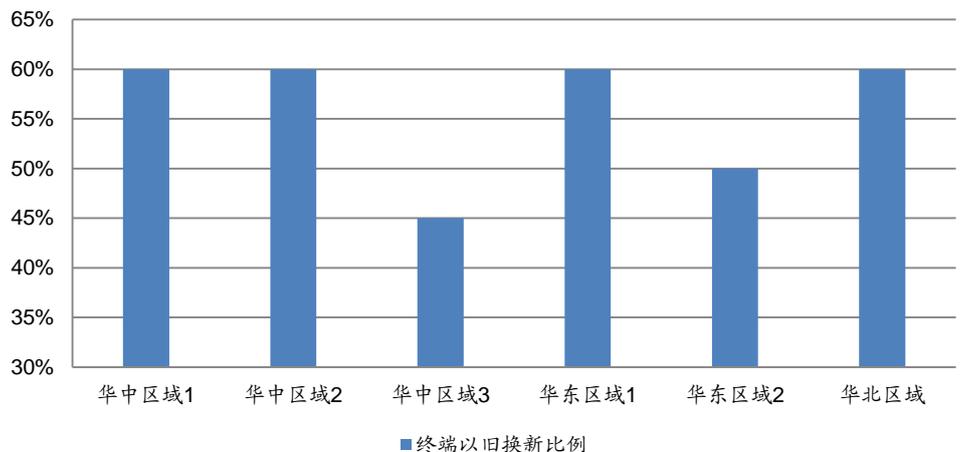
以旧换新的终端的刺激政策逐步收紧。2017-2018年，进入以旧换新的机器大多数集中于2009-2010年售出的设备，2019年将进入2010-2011年售出的设备进入更新时点，终端代理商甚至品牌也出台了众多以旧换新的补贴政策。从微观市场反馈来看，不同品牌的支持力度不同，主机品牌对于代理商的补贴幅度大致在5-10%的水平。不同主机品牌对于风险控制不同，对补贴的力度差异较大。整体来看，2019年，主机品牌对于以旧换新的补贴力度呈现逐渐收紧的趋势，要求提高二手机的周转速度。

图 3：2010-2018年国内小挖销量（台）



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

图 4：终端重点挖掘机以旧换新比例水平



数据来源：广发证券发展研究中心

竞争情况：代理商竞争激烈，终端“价格战”在所难免

根据终端市场反馈，目前终端的需求竞争在代理商层次是非常激烈的。各个主机厂品牌对代理商有市场份额的考核目标，今年工厂对代理商的考核目标相对去年有所提升。所以在代理商层面，小挖的销售价格相对于厂家的提货价是倒挂的，目前市场上小挖的价格竞争是比较白热化的，各个区域来看，小挖的销售台份占比约为60%-70%。各个品牌目前在小挖的降价都比较厉害，部分区域甚至蔓延到了中挖，大挖当前在全国范围内而言价格体系依然是比较稳固的，甚至在华北等区域终端大挖还有所提价。

面对终端激烈的价格竞争，部分主机品牌也参与到了降价过程中，但是龙头公司基本价格保持稳定的体系。在终端激烈的价格战背景下，代理商的利润基本被侵蚀。

目前市场上的挖掘机价格体系：在混战的过程中，大挖在各个品牌中的价格呈现梯次分布，总体而言，卡特彼勒和国产品牌龙头三一的大挖有10-20%的价差，小松的价格是比较稳的并且保持稳定，国产头部品牌的大挖跟小松基本持平，目前国产品牌（例如三一重工等）的中大挖产品品质已经接近超过卡特和小松等海外品牌，而在小挖的竞争中，基本上国产品牌和海外品牌的价格差异已经不明显了。

经过多年的终端磨砺，现在挖掘机终端市场竞争呈现两大趋势：品牌集中度提升，同时客户集中的趋势也很明显了。在大部分区域，三一、徐工和卡特的市场份额会超过50%。同时客户集中度也越来越高，终端客户的抗风险能力更强了，国产品牌质量的提升，能满足终端客户的需求。

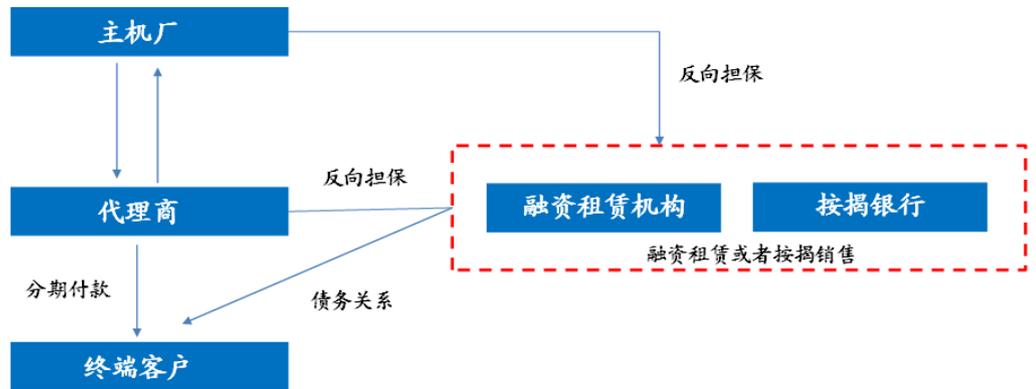
信用政策：风险意识强化，难蹈覆辙

经历过2011年的疯狂激进销售之后，目前终端对于信用政策和风险控制把控是比较紧的，主要体现在两个维度：（1）代理商层面风险意识增加，代理商是过去激进销售受损最严重的群体之一，大量的激进销售会产生的库存和问题机形成的二手法务机，对代理商的现金流和财务成本形成严峻挑战，本轮代理商对于价值销售和客户甄别做了大量基础工作，对于客户的付款条件和偿付能力经过严格审查和筛选，严控成交条件；（2）终端客户，由于低价和低首付，带来了大量的冗余需求，在下游投资项目萎缩的背景下，开机小时数大幅度下降，挖掘机台班费也下降，客户投资回报周期拉长，就会形成大量违约。本轮客户逐渐趋于理性，风险意识增加，对自身的信用记录也更加重视，风险评估能力在提升。

终端按揭和融资租赁销售模式占比提高。经历过激进销售后，当前市场各个主体对于风险意识提升明显。主机厂也强化了对于现金流的把控，对于融资租赁和按揭的销售模式占比逐步提高，龙头公司在部分省份甚至已经达到了80%以上的水平。

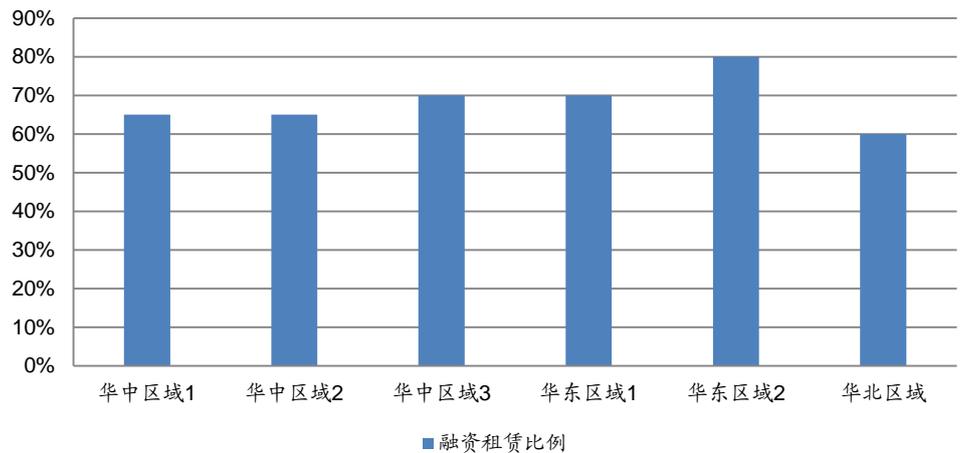
客户逐渐趋于理性，代理商对首付比例的执行落实和主机厂对现金流考核，多层次的风险强化体系，使得本轮的经营风险难以重蹈2011年的覆辙。

图 5: 挖掘机行业销售模式比对



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 6: 部分区域融资租赁和按揭比例



数据来源: 广发证券发展研究中心

投资建议和风险提示

投资建议: 当前需求仍然处在景气通道中, 以挖掘机为代表的产品销量持续增长, 同时, 国产品牌加速进口替代, 市场份额逐步向龙头企业倾斜。我们建议继续重点关注国内工程机械龙头三一重工以及零部件企业恒立液压, 同时也可以关注艾迪精密、徐工机械、柳工和中联重科 (000157.SH/01157.HK)。

风险提示: 下游地产和基建投资波动带来销量需求不及预期; 终端价格恶化并且向主机厂传导影响毛利率; 应收账款风险积压形成的坏账风险; 产能瓶颈带来部分机型供货不足的风险。

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，6年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。