

## 机械行业研究 买入 (维持评级)

## 行业点评

王华君 赵晋  
 分析师 SAC 执业编号: 联系人  
 S1130519030002 zhaojin1@gjzq.com.cn  
 wanghuajun@gjzq.com.cn

## 挖掘机: 11月销量超预期大增22%, 小松工作小时数同比转正

## 事件

- 挖掘机 11 月单月销量同比增长 21.7%，1-11 月累计同比增长 15%。根据中国工程机械工业协会行业统计，2019 年 11 月 25 家主机制造企业，共计销售各类挖掘机械产品 1.9 万台，同比涨幅 21.7%；国内市场销量 1.7 万台，同比涨幅 21.2%；出口销量 2157 台，同比涨幅 25.6%。1-11 月共计销售各类挖掘机械产品 21.6 万台，同比涨幅 15%。国内市场销量 19.2 万台，同比涨幅 12.8%。出口销量 2.4 万台，同比涨幅 36.6%。

## 评论

- 11 月单月挖掘机销量增长 21.7%，大/中/小挖销量分别增长 20.8%/18.5%/22.2%（中挖 20-30t）。大/中/小挖 1-10 月累计增长 7.7%/8.3%/16.1%，我们认为小挖受人工替代等长期逻辑影响将长期保持高于行业平均的增速。从下游来看，1-10 月基建（不含电力）增速 4.2%，房地产开发投资增速 10.3%，房屋新开工面积增速 10%。10 月单月房地产新开工面积大增 23%，带动中挖销量增速回升；8-9 月单月基建增速 6.2-6.3% 保持高位，10 月增速 2% 环比回落，基建托底政策效果初步显现。2019 年采矿业固定资产投资保持较高增速，1-10 月累计增速为 25.1%（2018 年同期累计增速仅为 6.2%），有效带动大挖销售。
- 11 月挖掘机出口销量同比增长 25.6%，1-11 月出口占比 11%。2019 年 1-11 月挖掘机出口累计增长 36.6%，11 月单月增长 25.6%，1-11 月累计出口占总销量的比重 11%，较 2018 年全年增加 2.5pct。1-5 月挖机出口中前三家企业占比超过 70%，分别为三一 33.4%/卡特彼勒 31.7%/徐工 10.2%。出口机型以中挖为主，20-25t 机型占总量的 43%。2019 年国内挖掘机需求进入平稳增长阶段，出口增速将远超国内销量增速。
- 1-11 月三一市占率 25.6% 较 2018 年全年提升 3.1pct。市场集中度方面，2019 年 1-11 月 CR3=51.9%，CR8=80.3%，国产挖掘机品牌市场占有率 62%，日系、欧美和韩系品牌市场占有率分别为 12%、16% 和 10%。11 月三一市占率为 26.1% 位居第一，1-11 月市占率达到 25.6%（较 2018 年提升 3.1pct）；徐工市占率 13.8% 排名第二，1-11 月市占率 14%（较 2018 年提升 2.7pct）；卡特彼勒市占率 12.5% 位居第三，1-11 月市占率 12.3%。我们认为，行业龙头的增速仍将高于行业，集中度仍有提升空间。目前国产品牌在布局渗透大吨位，外资品牌向小吨位拓展，形成全系列全方位的市场竞争格局。
- 小松工作小时数同比转正，基建支撑挖机销量保持较高增速，从核心零部件排产看 2020 年一季度主机厂排产增加。（1）根据小松官网，2019 年 11 月挖掘机利用小时数 135.5 小时/月，2019 年 4 月份以来挖机利用小时数单月增速首次转正，同比增长 1.8%。我们判断 10 月由于国庆阅兵等影响，开机小时数下滑，叠加 10 月房地产新开工面积大增，11 月开工小时数同比增速转正。（2）2019 年地方政府专项债券 2.15 万亿元，11 月财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，2020 年专项债超过 3 万亿。逆周期政策持续加码，增加专项债额度、专项债用作资本金和降低资本金比例，都是为了撬动更大规模的基建投资。我们认为 2020 年在财政和货币政策进一步宽松的背景下，基建投资增速有望上行。（3）根据核心零部件厂商在四季度的排产增加，我们判断 2020 年一季度主机厂备货增加，销量有望超预期。考虑本轮挖机更新需求的持续性，我们预计 2020 年挖掘机销量与 2019 年基本持平。

## 投资建议

- 重点推荐挖掘机产业链中主机龙头和零部件龙头三一重工、恒立液压，看好徐工机械、中联重科、艾迪精密。根据三季报公告，三一重工/中联重科/徐工机械前三季度净利润分别增长 88%/167%/100%，三一重工、徐工集团分别位居国内挖掘机内资品牌前 2 名，2019 年业绩有望创历史新高。我们测算三一全年业绩有望超 110 亿元。预计中联重科、徐工机械 2019-2021 年业绩弹性大。恒立液压、艾迪精密为挖机配套液压油缸和泵阀、破碎锤和液压马达等，具有良好的成长性。

## 风险提示

- 基建及房地产投资低于预期风险、宏观政策调控风险、行业竞争加剧、原材料价格波动风险。

附录：挖掘机行业数据

图表 1：挖掘机：假设 12 月销量 10% 增长，则全年销量超过 23 万台，同比增长 15%

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	当月同比增速	累计同比增速
1 月	11,121	5,221	4,999	4,533	3,564	2,950	4,548	10,687	11,756	10.00%	10.00%
2 月	20,570	15,618	6,059	9,410	2,614	3,654	14,530	11,113	18,745	68.68%	39.91%
3 月	44,150	23,248	21,764	20,075	11,516	13,744	21,389	38,261	44,278	15.73%	24.51%
4 月	27,058	15,370	16,257	12,910	8,488	7,159	14,397	26,561	28,410	6.96%	19.13%
5 月	14,288	10,870	11,547	7,965	5,370	5,481	11,271	19,313	18,897	-2.15%	15.25%
6 月	10,443	8,287	8,328	6,311	4,158	4,449	8,933	14,188	15,121	6.58%	14.22%
7 月	7,665	5,886	6,351	4,616	3,236	3,664	7,656	11,123	12,346	11.00%	13.95%
8 月	7,864	5,495	6,221	4,494	3,016	4,370	8,714	11,588	13,843	19.46%	14.40%
9 月	8,868	5,905	6,837	4,559	3,185	5,459	10,496	13,408	15,799	17.83%	14.69%
10 月	8,922	5,921	7,447	4,975	3,394	5,816	10,541	15,274	17,027	11.48%	14.40%
11 月	8,908	6,657	8,004	5,184	3,860	6,664	13,822	15,877	19,316	21.66%	15.02%
12 月	8,495	7,105	8,590	5,475	3,948	6,910	14,005	16,027	17,630	10%	14.62%
总销量	178,352	115,583	112,404	90,507	56,349	70,320	140,302	203,420	233,168		

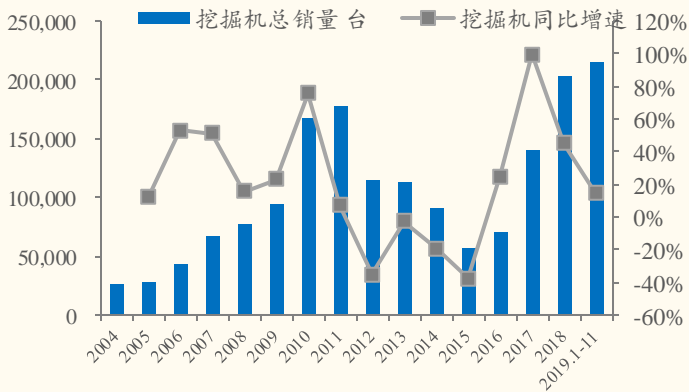
来源：工程机械协会，国金证券研究所（黄色填充为假设值，蓝色填充为假设对应的结果）

图表 2：重点公司盈利预测，重点推荐三一重工、恒立液压，看好徐工机械、中联重科、艾迪精密

代码	公司	市值 (亿元)	股价	18EPS	19EPS (E)	20EPS (E)	21EPS (E)	18PE	19PE	20PE	21PE	PB
600031	*三一重工	1310	15.55	0.75	1.34	1.60	1.77	20.8	11.6	9.7	8.8	3.16
601100	*恒立液压	396	44.91	0.95	1.36	1.69	1.95	47.3	33.0	26.6	23.0	6.90
000157	*中联重科	474	6.03	0.26	0.55	0.69	0.78	23.2	11.0	8.7	7.7	1.27
000425	*徐工机械	364	4.65	0.26	0.50	0.62	0.69	17.8	9.3	7.5	6.7	1.34
603638	艾迪精密	113	29.27	0.86	0.86	1.14	1.49	34.0	34.2	25.6	19.6	8.62
000528	柳工	95	6.45	0.54	0.69	0.77	0.84	11.9	9.4	8.4	7.7	0.96

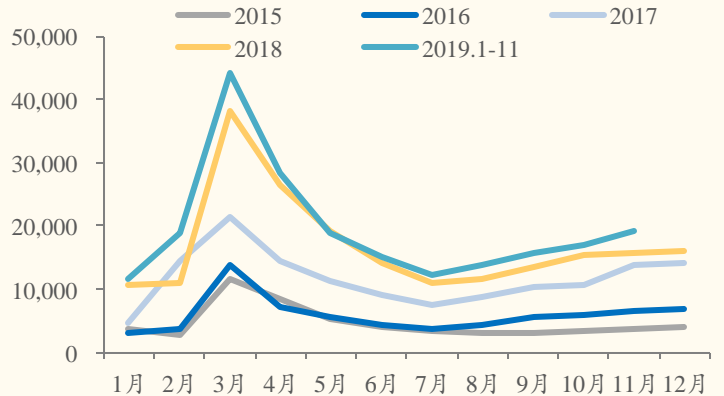
来源：Wind，国金证券研究所（带\*为国金机械军工团队覆盖标的，其余公司均采用 wind 一致预期，股价为 2019 年 12 月 9 日收盘价）

图表 3：2019 年 1-11 月挖掘机销量同比增长 15%



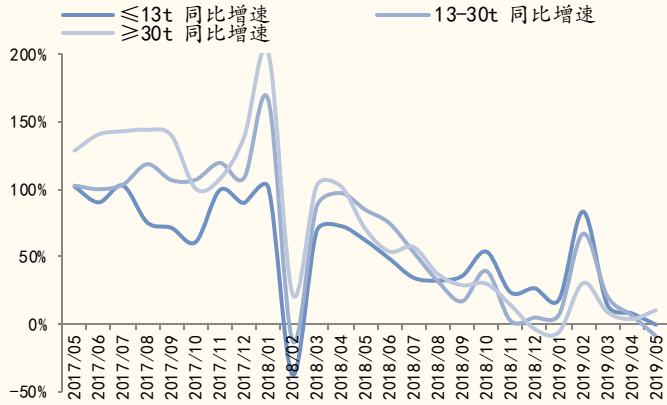
来源：工程机械协会，国金证券研究所

图表 4：2019 年 11 月，挖掘机单月销量同比增长 22%



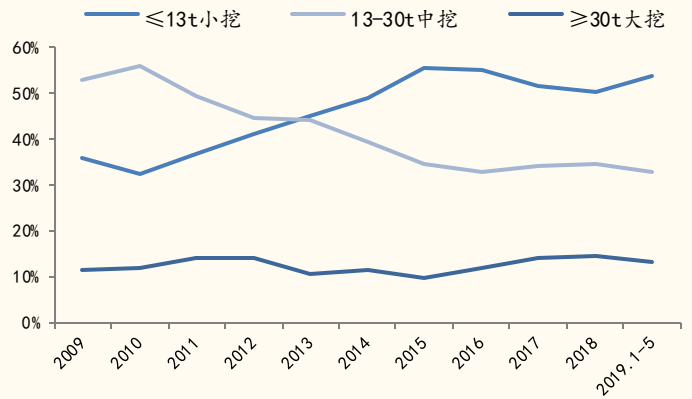
来源：工程机械协会，国金证券研究所

图表 5: 2019 年 5 月挖机 (分大中小挖) 销量增速



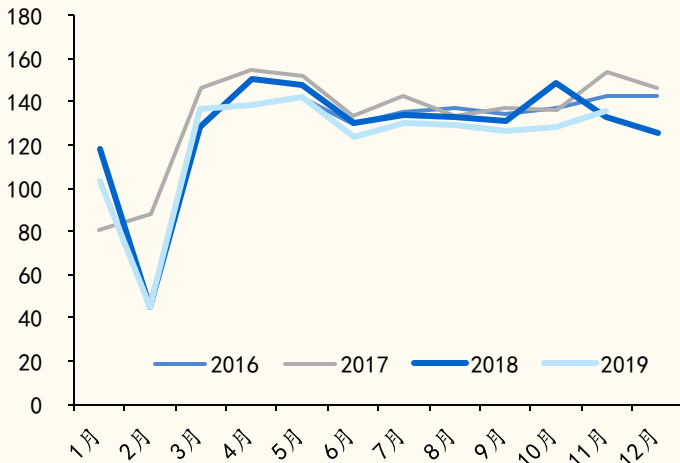
来源: 工程机械协会, 国金证券研究所

图表 6: 2019 年以来小挖占比逐步提升



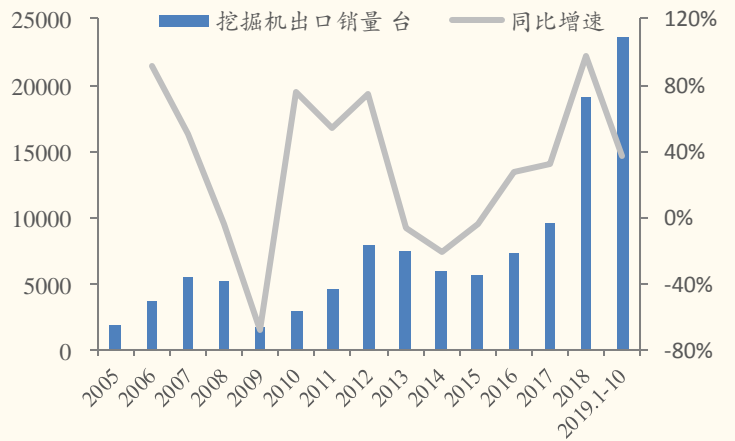
来源: 工程机械协会, 国金证券研究所

图表 7: 2019 年 11 月小松开工小时数小幅同比增长 1.8%



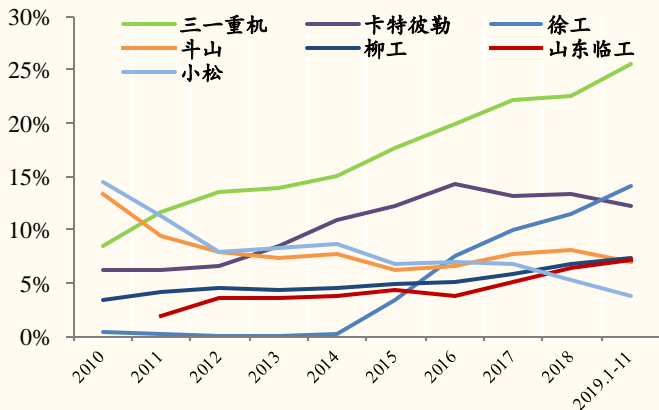
来源: 小松官网, 国金证券研究所

图表 8: 2019 年 11 月挖掘机出口同比增长 26%, 1-11 月增长 37%



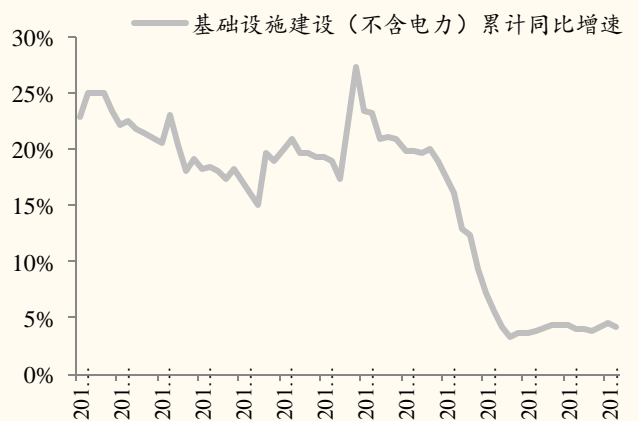
来源: 工程机械协会, 国金证券研究所

图表 9: 2019 年 1-11 月三一、徐工市占率达 25.6%、14%



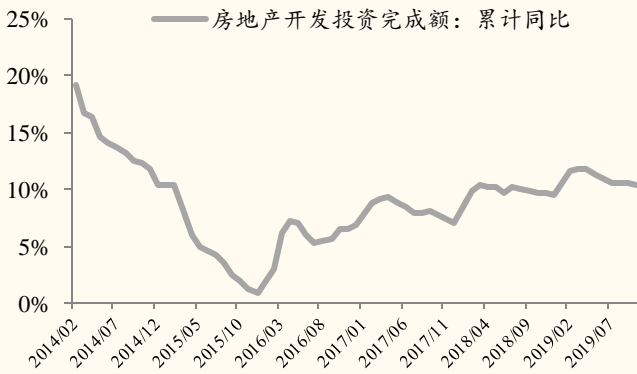
来源: 工程机械协会, 国金证券研究所

图表 10: 2019 年 1-10 月基建投资完成额 (不含电力) 增速 4.2%



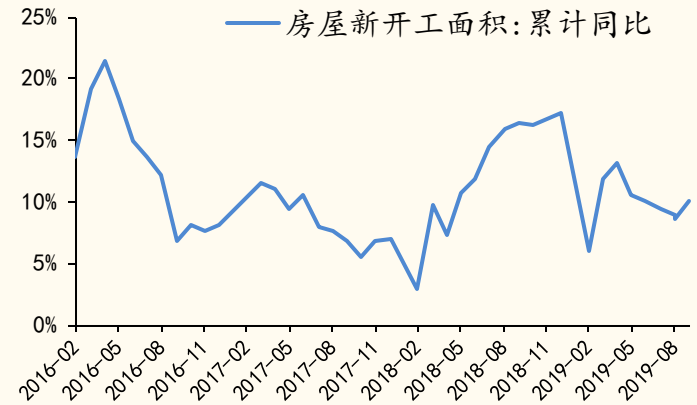
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 11: 2019 年 1-10 月房地产开发投资增速 10.3%



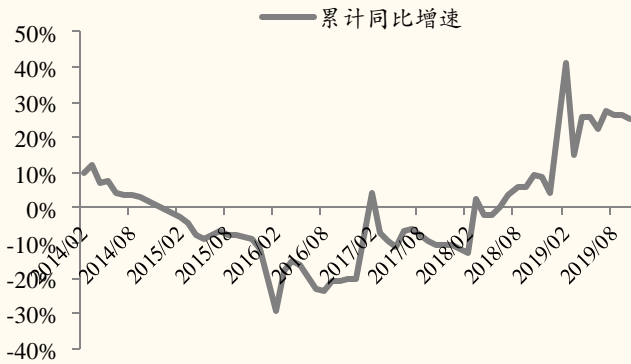
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 12: 房屋新开工面积 1-10 月累计同比增长 10%



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 13: 2019 年采矿业投资额大幅增长, 1-10 月累计增长 25.1%



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

**公司投资评级的说明:**

- 买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;
- 中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;
- 减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

**行业投资评级的说明:**

- 买入: 预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%;
- 中性: 预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%;
- 减持: 预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH