



## 强于大市

# 11月挖掘机销量数据点评

行业销量增速持续保持两位数验证周期波动性收敛，工程机械龙头企业再迎配置机遇

2019年11月，共计销售各类挖掘机19,316台，同比增长21.7%，其中国内市场销量17,159台，同比增长21.2%，出口销量2,157台，同比增长25.6%。1-11月累计销量215,538台，同比增长15.0%，国内市场销量191,839台，同比增长12.8%，出口销量23,699台，同比增长36.6%。

### 点评：

- 11月销量增速进一步提升至20%以上水平，预计全年销量有望达超23.4万台的新纪录：**中国工程机械工业协会统计数据显示，挖掘机11月单月销量19,316台，同比增长21.7%，其中国内市场销量17,159台，同比增长21.2%，销量增速进一步提升至20%以上水平，自7月开始已连续5个月保持两位数增长，行业需求韧性和景气度持续超预期，1-11月已累计销售21.6万台，同比增长15.0%。预计12月行业销量仍将保持两位数的增速，全年销量有望达超23.4万台的新纪录。随着国内龙头企业产品竞争力的提升及海外渠道的逐渐完善，出口持续实现快速增长，国际化有助于龙头企业拉平国内周期波动并为其中长期持续发展提供强有力支撑，1-11月出口累计销量23,699台，同比增长36.6%，占总销量比例达到11.0%。虽然19年出现部分价格竞争，局部市场存在过热，但整体透支并不严重，市场仍处于较理性的发展阶段，从11月小松开工小时数来看，同比提升2.4h至135.5h，进一步验证下游需求的真实性。展望2020年，我们认为逆周期调节加码下基建投资发力、地产投资继续保持相对稳定、环保和自然更新持续、人工替代继续渗透、海外延续中高速增长等因素驱动下，行业仍有望实现5%左右的正增长。由于行业周期波动性有所收敛，行业的估值中枢后续有望得到提升，工程机械龙头企业业绩弹性也将持续释放，我们认为行业龙头再迎配置机遇。
- 中挖增速大幅回升，小挖及大挖销量持续强劲：**从国内市场不同机型来看，11月小/中/大挖销量分别为11,066/3,638/2,455台，分别同比增长22.2%/18.5%/20.8%；1-11月小/中/大挖累计销量分别为116,045/48,181/27,613台，分别同比增长16.1%/8.3%/7.7%。7-11月小挖销量增速均保持在两位数水平，小挖销量持续强劲是支撑本轮景气周期的关键因素，按协会8年保有量数据来测算，目前小挖占比约50%-60%，随着城镇化的不断推进，小挖的应用场景会不断拓宽，目前其保有量并未触及天花板，未来销量占比有望进一步提升；中挖11月增速大幅回升，主要系房屋新开工面积回升所致，中挖主要应用在房地产和部分基建项目，在下游投资需求保持相对稳健时其保有量较难有大幅的扩张，预计未来将保持相对稳定；大挖销量增速已连续4个月持续回升，主要是大型基地项目落地增加及采矿业需求持续旺盛，未来大挖保有量有望保持稳中有所提升的趋势。
- 国产龙头持续挤压外资品牌份额，行业集中度进一步提升：**11月三大国产龙头三一、徐工、柳工销量分别为5,034/2,661/1,521台，分别同比增长30.3%/54.1%/9.6%，单月市场份额分别为26.1%/13.8%/7.9%，三大国产龙头中三一、徐工销量增速明显高于行业平均水平，国产品牌市场份额持续扩张，1-11月国产品牌累计市场份额提升至约63%，欧美系、日系、韩系市场份额均有不同程度萎缩，品牌格局的变化反映企业竞争力、发展战略及服务体系的变化，国产龙头已开始与外资品牌全方位竞争，未来国产品牌市场份额还会进一步提升；从行业集中度角度来看，龙头企业优势进一步凸显，强者恒强，11月行业CR4市场份额达61.2%，同比提升5.6pct，环比提升1.7pct。
- 投资建议：**1) 11月挖掘机销量增速进一步提升至20%以上水平，行业景气度持续超预期，全年销量有望创23万台以上的新纪录，目前行业发展仍较为理性，对2020年市场需求我们并不悲观，预计有望实现5%左右的正增长；2) 汽车起重机10月销量增速大幅回升至20%左右水平，11月预计仍保持两位数以上的增长，四季度销量如期翘尾，预计2020年销量将维持在高位，而混凝土泵车、塔机需求高峰还未到，有望继续保持20%-30%的高增长；3) 行业竞争格局优化，龙头市场份额进一步提升，持续重点推荐中联重科、三一重工、徐工机械、恒立液压，建议关注建设机械、柳工等。
- 风险提示：**工程机械行业景气度大幅下滑，基建及地产投资增速不及预期，市场竞争恶化。

### 相关研究报告

- 《8月挖掘机销量数据点评》20190916
- 《9月挖掘机销量数据点评》20191016
- 《工程机械行业2019年三季度报综述》20191105
- 《10月挖掘机销量数据点评》20191110

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

机械设备

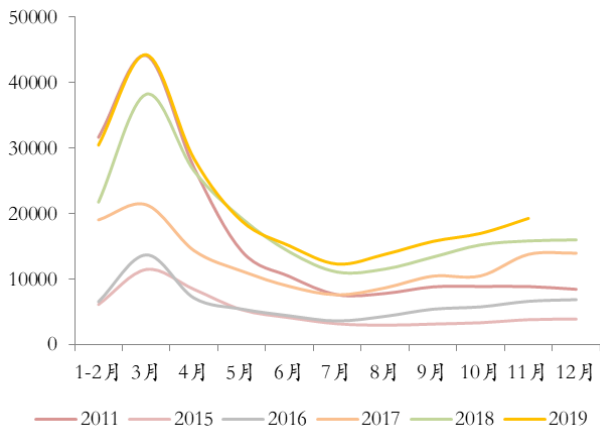
杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

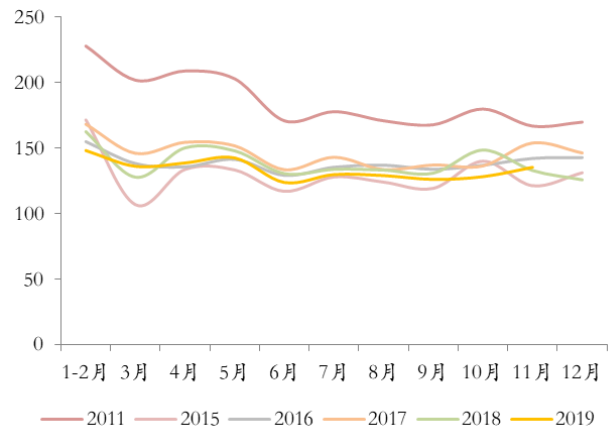
证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

图表 1.11 月挖掘机销量同比增长 21.7%



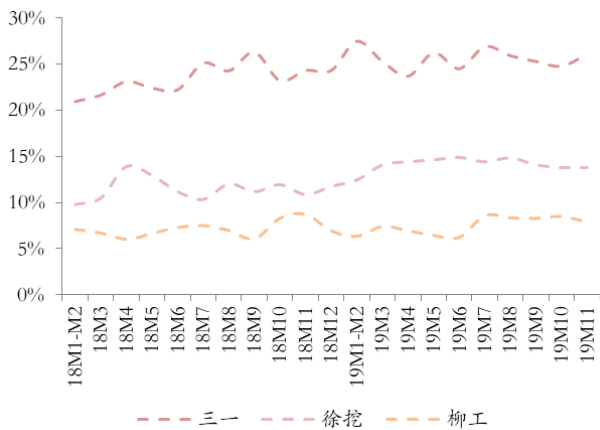
资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银国际证券

图表 2.小松挖掘机开工小时数



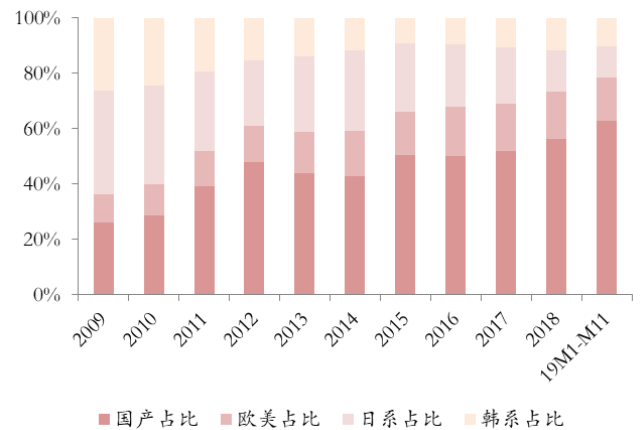
资料来源：小松官网，中银国际证券

图表 3. 国内三大厂商挖掘机市场份额变化情况



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银国际证券

图表 4. 国产品牌挖掘机市场份额不断提升



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银国际证券



附录图表 5. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		每股净资产 (元/股)
					2019E	2020E	2019E	2020E	
000157.SZ	中联重科	买入	6.32	484.3	0.56	0.73	11.3	8.7	4.8
600031.SH	三一重工	买入	15.73	1324.9	1.37	1.64	11.5	9.6	5.0
000425.SZ	徐工机械	买入	5.05	395.6	0.50	0.60	10.1	8.4	3.6
000528.SZ	柳工	未有评级	6.64	98.0	0.69	0.77	9.6	8.6	6.9
601100.SH	恒立液压	买入	46.69	411.8	1.34	1.55	34.8	30.1	5.9
600984.SH	建设机械	未有评级	10.46	86.6	0.64	0.94	16.3	11.1	4.5

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日为2019年12月13日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期。



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371