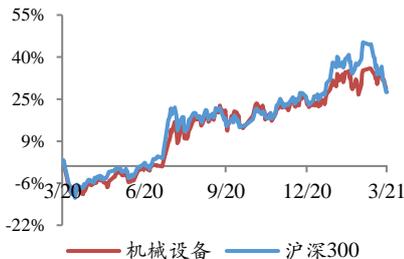


量价齐升，工程机械行业景气度仍较高

行业评级：增持

报告日期：2021-03-10

行业指数与沪深300走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

邮箱：guoqq@hazq.com

主要观点：

● **事件：**根据中国工程机械工业协会，2021年2月挖机销量分别为28305台，同比增速分别为205.0%；其中国内24562台，同比增长255.5%；出口3743台，同比增长57.9%。1-2月累计销售47906台，同比增长149%；其中国内40588台，同比增长177%；出口7318台，同比增长60.7%。

● **核心观点：**1、2月份挖机销量大超预期，超预期的背后主要有三个原因：
①**低基数**——2020年同期受疫情影响，基数较低，若和2019年同期相比，1、2月销量增速依然能达到67%、51%，高景气度延续；
②**高开工率**——2021年2月虽值新春佳节，但由于鼓励就地过年，众多项目、工地得以继续施工，开工率高，购机积极性高，从小松开工小时数来看，1-2月份开工时长分别为109.7、45.0小时，同比增长86%、47%，即使和2019年同期相比，依然有所提高，增速分别为6.1%、0.2%；
③**出口复苏锦上添花**——2020年海外市场表现一般（同比增长30.5%），拖累行业整体（同比增长39%），自2020Q4以来，随着海外市场各个国家疫情常态化，经济复苏，出口保持高速增长状态。结合目前行业景气度，龙头公司股价回调，估值处于低位，已进入合理价值配置区间，我们仍旧推荐工程机械龙头主机厂和核心零部件企业。

● 销量高增长，中挖迈进更新高峰，表现亮眼

中性假设下，我们预计2021年全年挖机销量增速10%，根据2010-2020年一季度平均销量占比31.5%推算，Q1销量有望超过11.4万台，同比增长66%，单3月销量可达6.6万台，同比增长35%。从上游核心零部件厂排产来看，3月份挖机油缸排产增速45%，可以支撑行业35%的增速。
分吨位来看，2月份，大/中/小挖销量（不含出口）分别为2609/7422/14531台，同比增速分别为191%/397%/222%；1-2月，大/中/小挖累计同比增速分别为145%/286%/148%。延续2020年下半年以来的趋势，中挖表现亮眼，增速保持领先，持续超越行业。我们认为主要有两方面原因，第一，三一推出多款中挖新品（200C pro、205 OPC、215C ace等），卡特也推出GX系列与之对标，且三一在数字化升级推动下，2020年下半年产能有较大幅度提升；第二，中挖迈进更新高峰期，本轮周期中，2018-2019年，行业持续创新高，大挖、小挖已经超过了历史高点，中挖销量约5万台，2020年，中挖销量7.7万台（不含出口），对比2010年中挖销量峰值8万台，证明中挖已进入更新高峰。

● 经销商为提升盈利能力，陆续涨价

继年前临工涨价后，年后安徽、湖北、江苏、上海等地的部分挖机主流品牌经销商相继发布涨价公告（出厂价不变，小中大终端售价分别涨幅0.5-3万元不等），意在改善和提升经销商的经营质量和盈利能力。由于经销商返点与市占率挂钩，市占率越高，返点系数越高，而销售小挖是

相关报告

1.【华安机械】年度策略报告-从底层逻辑把握制造业投资机会 2020-11-26

2.【华安机械】存量市场，抱紧龙头-工程机械行业专题报告 2020-11-06

提升市占率最快的途径，因此追求市占率而压低价格，导致小挖价格倒挂，侵蚀经销商利润。此次涨价，叠加 2020Q3 以来小挖增速始终低于行业整体佐证，可以看出，经销商在销售策略上的改变，寻找市占率和价格的平衡点，提高自身盈利能力，也间接维护了行业生态。

● **板块景气度持续，龙头公司具备中长期配置价值**

2 月下旬，主机厂销售如火如荼，三一、中联各大产业园明星产品陆续发货。从目前估值来看，工程机械核心资产处于低估水平，三一重工估值仅 16 倍，中联重科估值 12 倍左右，恒立液压估值回调至 40 倍左右。海外龙头卡特彼勒近期受美国地产复苏，股价持续新高，目前市值已达 1205 亿美元（超 7800 亿人民币）。我们认为从中长期来看，海外市场逐渐复苏，将推动国内制造商海外扩张进程，龙头公司和卡特彼勒市值差距将会逐步缩小。

● **投资建议**

在逆周期政策调节背景下，工程机械行业景气度延续，相关主机厂及零部件配套企业有望充分受益，推荐关注：**三一重工**（新产品不断证明产品力，竞争优势突出）、**恒立液压**（液压件龙头，稀缺性+成长性标的）、**徐工机械**（混改进入倒计时，提质增效，起重机行业景气度高）、**中联重科**（后周期产品优势充分发挥，业绩确定性强）、**建设机械**（塔机租赁龙头，顺周期扩规模，优势明显）、**浙江鼎力**（高空作业平台龙头，新产能将释放，业绩弹性大）、**艾迪精密**（破碎锤龙头，顺周期扩产能，享受行业红利）、**安徽合力**、**杭叉集团**（叉车两大巨头）等整机和核心零部件龙头企业。

● **风险提示**

疫情控制不及预期；逆周期调节力度偏弱；基建、地产投资增速大幅下滑；海外市场拓展不及预期。

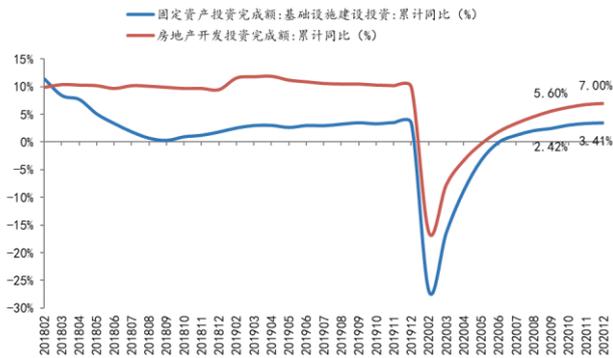
● **重点公司盈利预测与估值（202103010）：**

公司	EPS (元)			PE			评级
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
三一重工	1.96	2.36	2.70	19.31	16.04	14.02	买入
徐工机械	0.49	0.63	0.68	13.39	10.56	9.74	—
中联重科	0.82	1.01	1.27	15.09	12.25	9.74	买入
建设机械	0.68	0.91	1.24	20.38	15.13	11.14	—
恒立液压	1.58	2.15	2.66	57.45	42.22	34.12	买入
浙江鼎力	1.89	2.59	3.41	46.56	33.98	25.81	买入
艾迪精密	0.98	1.42	1.92	66.09	45.61	33.73	买入
安徽合力	1.06	1.26	1.46	12.33	10.44	8.98	—
杭叉集团	0.94	1.18	1.42	22.97	18.31	15.29	—

资料来源：wind，华安证券研究所

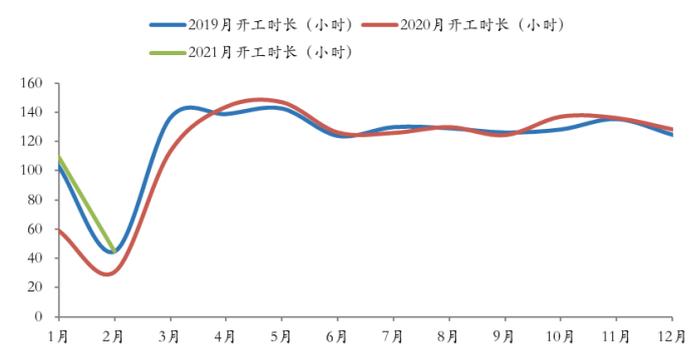
备注：除三一重工、中联重科、浙江鼎力、恒立液压、艾迪精密外，其他公司预测使用 wind 一致预期

图表1 基建与房地产开发投资累计同比



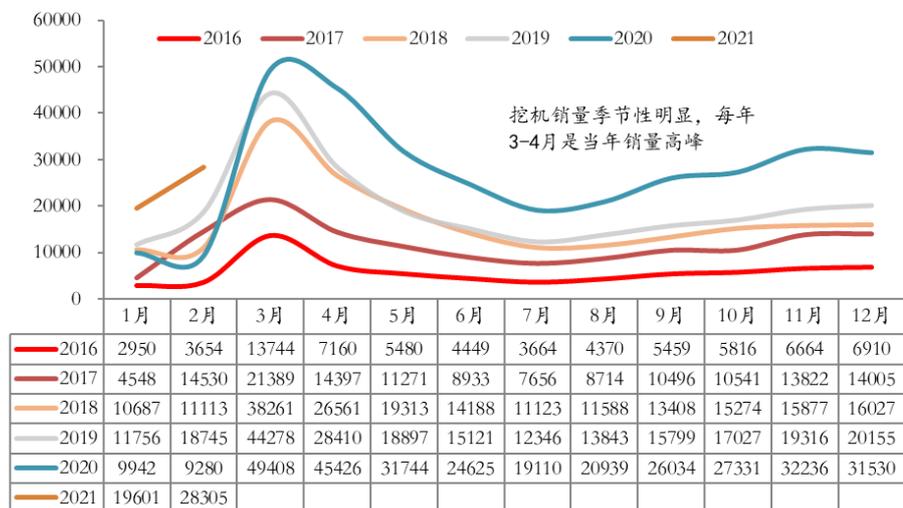
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表2 小松中国区开工小时数



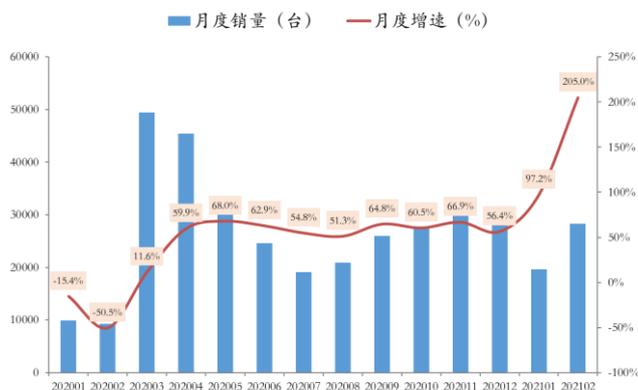
资料来源: 小松官网, 华安证券研究所

图表3 分月销量来看, 2021年1-2月份明显高于以往



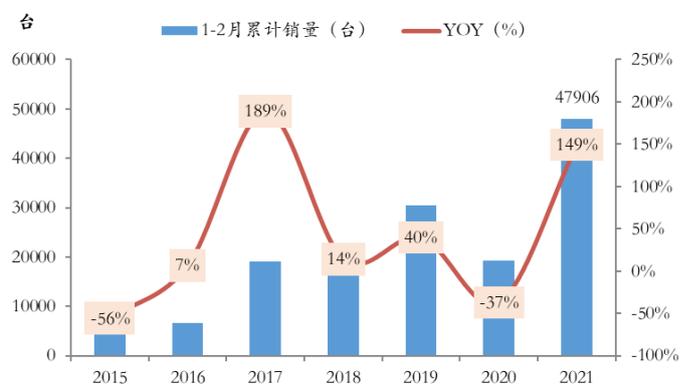
资料来源: CCMA 挖掘机分会, 华安证券研究所

图表4 单月销量“淡季不淡”



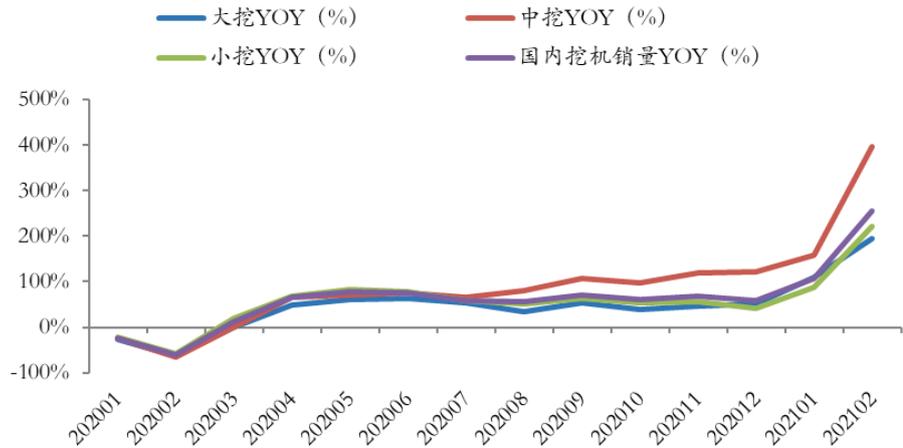
资料来源: CCMA 挖掘机分会, 华安证券研究所

图表5 2021年1-2月累计销量高增长



资料来源: CCMA 挖掘机分会, 华安证券研究所

图表6 分吨位来看，中挖增速保持领先



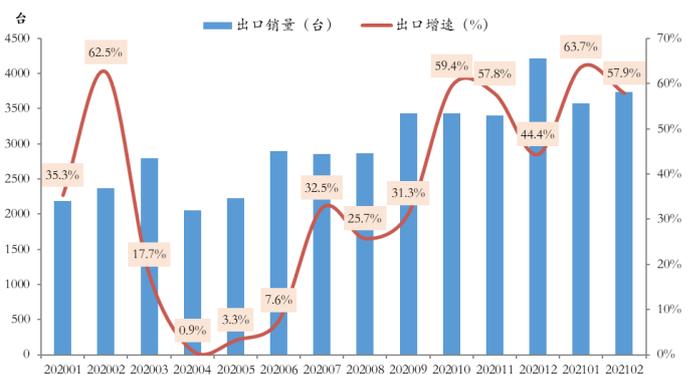
资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

图表7 2021年1-2月累计出口占比13.2%



资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

图表8 海外市场复苏，出口保持高增长



资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

图表9 部分地区挖机经销商涨价函

合肥湘元 通知

关于三一挖掘机产品价格调整的通知

尊敬的客户朋友：

衷心感谢您长期以来对三一挖掘机的支持与厚爱，我司秉承“质量第一、客户至上”的精神，一直致力于为广大客户提供优质的产品和服务。

根据三一挖掘机全国最低销售价格要求，我司对安徽区域三一挖掘机产品进行价格调整，具体如下：

1. 微挖、小挖：老款机型价格上调0.5万元，新款pro系列机型价格上调1万元。
2. 中挖：20-30吨老款机型价格上调1万元，新款机型价格上调2万元。
3. 大挖：30-50吨老款机型价格上调2万元，新款机型价格上调3万元。
4. 另接三一工厂通知，春节后销售的机器必须按照代理商建康有序遵循“先进先出”的原则，严禁挑选型号，特此申明。

以上价格调整自2021年2月17日（正月初六）起执行，再次感谢您的支持与信赖！三一挖掘机与您同在，携手共进，合作共赢，共创未来。

特此通知！

安徽中建材机械科技发展有限公司
2021年2月18日

安徽中建材机械科技发展有限公司

产品调价通知

尊敬的客户朋友：

首先感谢您一直以来对本公司的支持与信赖！我司秉承“质量第一、客户至上”的精神，一直致力于为广大客户提供优质的产品和服务。

因钢材等价格上涨28%，同时国际贸易摩擦的持续以及国外疫情的严峻形势，进口零部件相关周期延长，配件供应价格、仓储物流费用、人力成本上涨导致我司经营成本大幅上升。

为更好地为客户长期服务，促进共同发展，经过慎重考虑，决定自**2021年3月1日**开始，对本公司销售的徐工品牌挖掘机价格做适当调整，以缓解不断上涨的成本压力，具体价格调整如下：

1. 中小挖（10T以下）机型价格上调1万元
2. 中挖（13-29T）机型价格上调2万元
3. 大挖（30T及以上）机型价格上调3万元

特此敬告，请广大客户朋友理解，我们将一如既往地以高品质的专业服务回馈广大客户的支持与厚爱，谢谢！

安徽中建材机械科技发展有限公司
2021年2月28日

资料来源：上海证券报，华安证券研究所

图表 10 2021Q1 挖机销量敏感性测试

		2020	2021E			
挖机销量同比增速 (%)		39.0%	-10.0%	0.0%	10.0%	15.0%
行业挖机销量 (台)		327605	294845	327605	360366	376746
2010-2020年 各季度销量 占比均值	Q1	20.9%	31.5%			
	Q2	31.1%	29.0%			
	Q3	20.2%	17.2%			
	Q4	27.8%	22.2%			
Q1销量		68630	92993	103325	113658	118824
yoy (%)		-8.2%	35.5%	50.6%	65.6%	73.1%

资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：郭倩倩：金融学硕士，曾就职于南华基金、方正证券新财富团队，善于从买方投资角度做卖方研究，深入细致，紧密跟踪机械大白马标的，重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018年水晶球第一名核心成员。执业证书编号：S0010520080005；

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。