

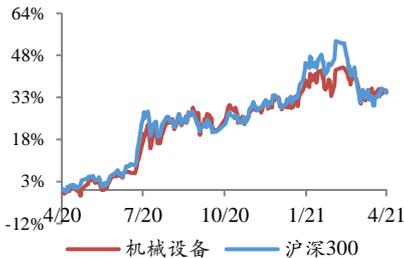
## 行业景气持续，中挖表现亮眼，出口市场未来可期

——3月份挖机销量点评暨2021年一季度总结

行业评级：增持

报告日期：2021-04-08

### 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统计，2021年3月挖机销量79035台，同比增长60%；其中国内72977台，同比增长56.6%；出口6058台，同比增长117%。2021年Q1，挖机合计销量126941台，同比增长85%；其中国内113565台，同比增长85.3%；出口13376台，同比增长81.9%。
- 核心观点：**行业销量超预期，中挖领跑，出口市场未来可期。2021年Q1销量累计12.7万台，展望未来，按照过去十年Q1平均销量占比32%来计算，2021年全年挖机销量有望接近40万台。从销量增速节奏上来看，前高后低，整体保持平稳。分市场讨论，由于2020年疫情后赶工复工高增长，Q2开始，国内市场基数变高，增速将逐步回落，而出口市场由于2020年Q2开始的低基数，2021年全面复苏，增速有望持续超预期，国内+出口综合来看，行业增速可能会有季度波动，但整体将保持平稳。推荐工程机械板块龙头企业，不是假设行业高增速，而是在行业增速放缓成为常态的背景下，龙头企业依然有望依靠创新驱动，铸就更深护城河，经过大浪淘沙的洗礼，最终实现“剩者为王，强者恒强”的阿尔法价值。
- 上下游互相印证，行业景气度保持高位。**跟踪工程机械行业时，我们一般会根据①上游零部件企业排产；②中游主机厂销量、经销商层面库存；③下游开工率数据来印证行业需求持续性和景气度。从最新产业链调研情况来看：①零部件供应商恒立排产饱满，在高基数背景下，同比仍有两位数增长；②主机厂销量超预期，3月份行业销量超7.9万台，同比60%增速，超过此前市场预期7~7.5万台水平，经销商层面库存紧平衡，龙头企业经销商库存0.5-1个月左右；③下游开工率数据：3月份，小松开始小时数为122小时，同比提升8%，相比于2019年3月的136小时，有所下滑，但仍处于较高水平，同时，铁甲网二手机开工率全国平均为91.1%，新机、二手机开工率均处于相对较高水平，证明下游地产、基建等项目开工较好，工程机械的需求真实有效，行业高景气度持续。
- 国内市场分吨位来看，中挖表现亮眼。**根据协会披露的分吨位数据，3月份国内市场，小、中、大挖的增速分别为47.4%、**89.8%**、37.3%，国内市场平均增速为**56.6%**，中挖增速(89.8%)领先行业平均；从1-3月份累计来看，小、中、大挖的增速分别是71.7%、**131.9%**、67.4%，国内市场Q1累计平均**85.3%**，中挖依旧领先。我们判断原因主要有三方面：①挖机价格下降，降低中挖进入门槛，催生更多应用领域。挖机本身作为生产工具，价格也是影响其需求的因素之一，在零部件国产化率提高，叠加行业竞争背景下，过去几年挖机行业价格整体呈

### 相关报告

- 量价齐升，工程机械行业景气度仍较高 2021-03-11
- 【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
- 存量市场，抱紧龙头 2020-11-06

下降趋势，小挖应用场景在增加，新农村建设、水利工程等，而中挖，由于效率高，小挖、大挖部分工程都可以兼做，在价格下降背景下，客户采购成本降低，有更多客户愿意采购，应用领域也在拓展；②**小挖价格竞争激烈，主机厂引导代理商改善销售结构**。代理商的收益来自两部分：价差+返点。由于价格竞争，小挖价格倒挂，代理商靠小挖冲量和市占率，而中大挖价值量更大，毛利率更高，代理商为了盈利，有动力增加中大挖的销售，主机厂也在积极引导代理商改善销售结构。③**主机厂陆续推出中挖新产品，带动市场销售**。自2020年下半年，卡特推出320GC、320GX系列中挖新产品后，国产龙头三一也推出SY200C/SY200C Plus/SY205C等新机型，新产品带动客户购机积极性。

- **龙头企业三一单月销售额和销量均创历史新高**。根据三一集团官微披露，从销量角度看，三一单3月销量突破2万台，创造国内行业历史单月销量最高值；从销售额来看，三一3月销售额破百亿，超过2020年单月66亿销售业绩峰值。这其中，随着海外市场逐渐复苏，三一海外销售单月销售破10亿。综合量、价两个维度，龙头企业表现优异，根据我们分析，公司2020年全年挖机市占率28%左右，按照过去十年市占率平均提升2Pct节奏来看，2021年全年市占率有望达到30%，出口市场将成为最大亮点。

- **Q2开始，国内高基数效应逐步显现，出口市场有望超预期，全年增速前高后低，总销量有望创新高**。2020年在疫情影响之下，行业季度销量波动较大，尤其是国内外市场受疫情影响节奏不一。**国内市场**：2020年Q1/Q2/Q3/Q4增速分别为-11.6%、70.3%、62.9%、62.5%，国内市场Q1受疫情影响较大，增速仅为-11.6%，自Q2开始赶工复工，销量持续创新高，对于2021年来说，国内市场在Q2开始高基数效应逐步显现，增速有可能出现回落；**出口市场**：2020年Q1/Q2/Q3/Q4增速分别为34.9%、4.3%、29.9%、52.9%，海外疫情影响较大的是二三季度，因此增速较低，对于2021年来说低基数，同时，在全球疫情控制加强，复工复产背景下，出口市场有望实现高速增长。展望全年，2021年Q1销量累计12.7万台，按照过去十年Q1平均销量占比32%来计算，2021年挖机销量有望接近40万台，创新高（仅参考，需要持续跟踪，详见图表“挖机销量敏感性分析”）。

#### ● 投资建议

在国内外市场多种因素推动下，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**

市场竞争加剧,价格持续下降,龙头企业盈利能力下降;基建、地产投资增速大幅下滑;海外市场拓展不及预期。

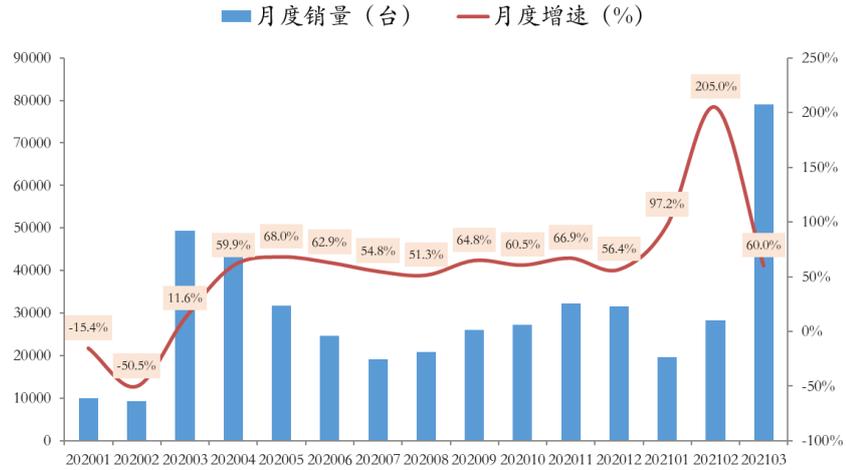
● **重点公司盈利预测与评级 (20210408):**

公司	EPS (元)			PE			评级
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
三一重工	1.82	2.31	2.77	18.89	14.88	12.41	买入
徐工机械	0.48	0.63	0.69	15.59	11.87	10.81	—
中联重科	0.84	1.16	1.34	15.69	11.36	9.84	买入
建设机械	0.62	0.91	1.24	20.06	13.67	10.06	—
恒立液压	1.58	2.15	2.66	57.39	42.17	34.09	买入
浙江鼎力	1.89	2.59	3.41	48.66	35.51	26.97	买入
艾迪精密	0.98	1.42	1.92	60.80	41.96	31.03	买入
安徽合力	0.99	1.18	1.35	13.06	10.96	9.55	—
杭叉集团	0.97	1.18	1.42	24.69	20.26	16.92	—

资料来源: wind, 华安证券研究所

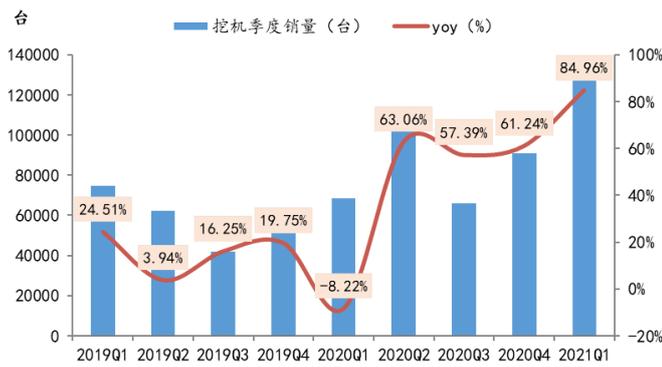
备注: 除三一重工、中联重科、浙江鼎力、恒立液压、艾迪精密外, 其他公司预测使用 wind 一致预期

图表 1 2021 年 3 月月度销量 79035 台，同比+60%



资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

图表 2 2021Q1 销量增速达 84.96%



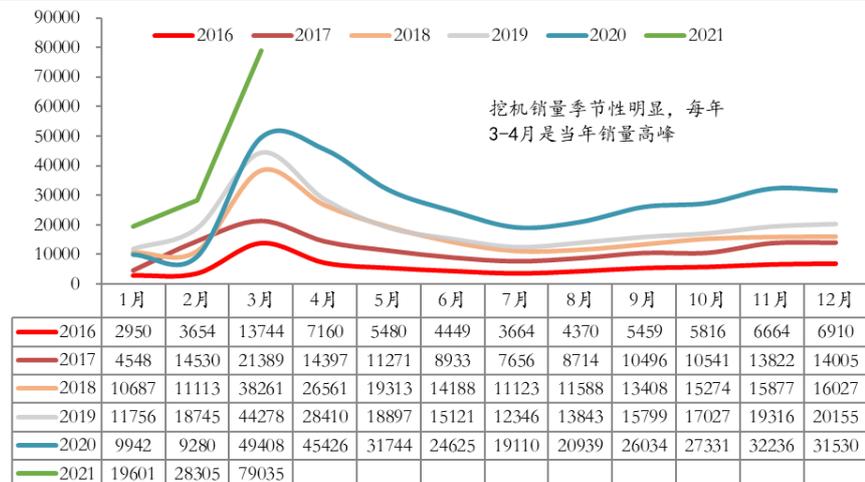
资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

图表 3 2015-2021 年各年 Q1 销量



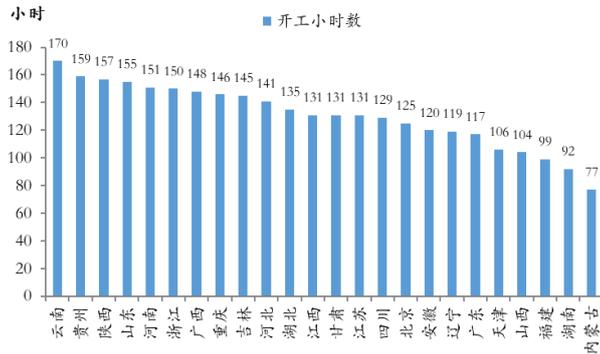
资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

图表 4 分月销量来看，2021 年 1-3 月份明显高于以往



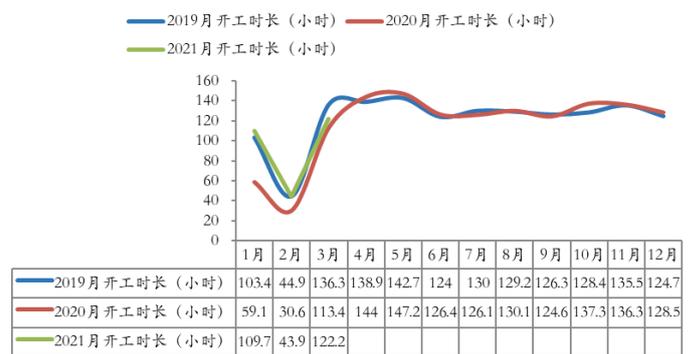
资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

图表5 2021年3月各省份开工小时数



资料来源：铁甲网，华安证券研究所

图表6 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7 二手挖机根据来看，3月份全国平均开工率为91.1%



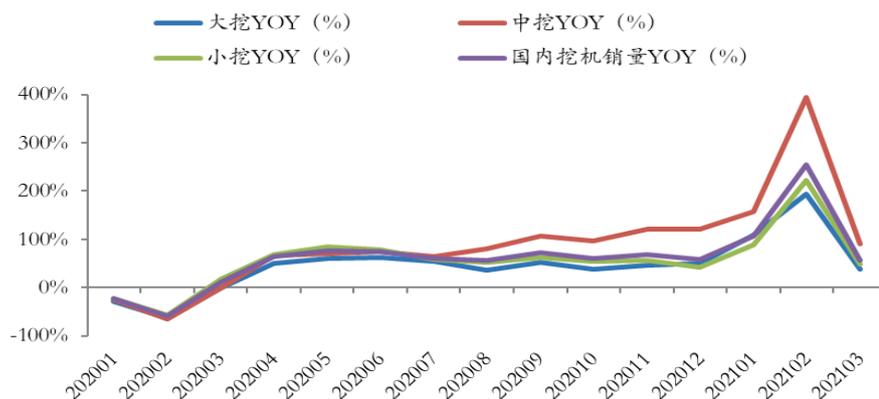
资料来源：铁甲网，华安证券研究所

图表8 二手挖机3月份价格指数同比环比均有所提升



资料来源：铁甲网，华安证券研究所

图表9 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10 分吨位来看，中挖增速保持领先

	大挖 (≥28.5t)	中挖 (18.5~28.5t)	小挖 (<18.5t)	合计
当期销量	7,182	21,427	44,368	72,977
去年同期	5,217	11,288	30,105	46,610
同比涨幅	37.7%	89.8%	47.4%	56.6%
累计销量	12,083	33,312	68,170	113,565
去年同期	7,218	14,366	39,693	61,277
同比涨幅	67.4%	131.9%	71.7%	85.3%

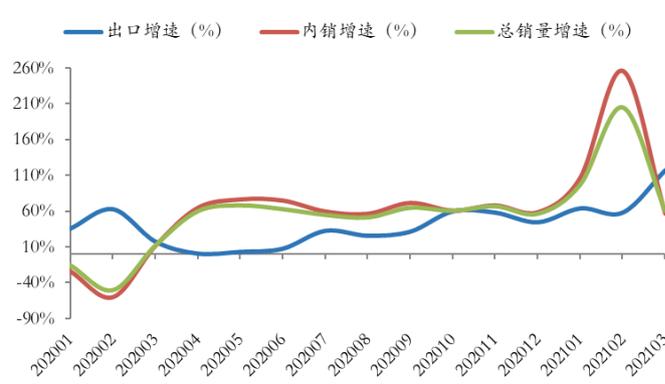
资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

图表11 2021年1-3月累计出口占比10.5%



资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

图表12 海外市场复苏，出口增速反超内销增速



资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

图表 13 2020Q1-2021Q1 国内和出口增速对比，2020Q2 基数低

	出口 (台)	出口增速 (%)	内销 (台)	内销增速 (%)	总销量 (台)	总销量增速 (%)
2020Q1	7353	34.9%	61277	-11.6%	68630	-8.2%
2020Q2	7179	4.3%	94616	70.3%	101795	63.1%
2020Q3	9156	29.9%	56927	62.9%	66083	57.4%
2020Q4	11053	52.9%	80044	62.5%	91097	61.2%
2021Q1	13376	81.9%	113565	85.3%	126941	85.0%

资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

图表 14 挖机销量月度敏感性分析

	合计	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
行业销量占比 十年平均	100%	4.7%	7.7%	19.4%	13.2%	8.9%	6.8%	5.3%	5.5%	6.3%	6.7%	7.6%	7.7%	
2020	327605	9942	9280	49408	45426	31744	24625	19110	20939	26034	27331	32236	31530	
2021	126959	19601	28305	79053	前三个月真实销量与按照占比预测的数据对比来看，真实销量更高									
2021E	假设10%增长	360366	17029	27849	70037	47462	32096	24649	19135	19968	22829	24195	27255	27861
	yoy (%)	10.0%	71.3%	200.1%	41.8%	4.5%	1.1%	0.1%	0.1%	-4.6%	-12.3%	-11.5%	-15.5%	-11.6%
	假设15%增长	376746	17803	29115	73220	49620	33554	25769	20005	20876	23866	25295	28494	29128
	yoy (%)	15.0%	79.1%	213.7%	48.2%	9.2%	5.7%	4.6%	4.7%	-0.3%	-8.3%	-7.4%	-11.6%	-7.6%
假设全年40万台	400000	18902	30912	77740	52682	35626	27360	21240	22165	25339	26856	30253	30926	
yoy (%)	22.1%	90.1%	233.1%	57.3%	16.0%	12.2%	11.1%	11.1%	5.9%	-2.7%	-1.7%	-6.2%	-1.9%	

备注：2021年Q1销量合计126959，如果按照Q1占全年平均31.9%来看，全年销量有望达到126959/31.9%=398134，接近40万台。

资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所测算

## 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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。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市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数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。