

4月挖机同比+2.5%符合预期，无惧国内市场增速下滑

增持（维持）

投资要点

■ 4月挖机同比+2.5%符合预期，出口同比大增166%

2021年4月挖机销量46,572台，同比+2.5%（略低于4月下旬CME 10%预计）；其中国内销量41,100台，同比-5.2%；出口5,472台，同比+166.3%。自20Q4以来，出口普遍维持50%以上增速，海外市场持续复苏。2021年1-4月累计销售挖机173,513台，同比+52.1%。其中国内销售154,665台，同比+47.8%；出口18,848台，同比+100.3%，出口占比12.2%。

■ 3-4月挖机行业销量同比+32%，后续行业下滑压力已经减弱

3-4月为高基数月份，挖机合计销量同比+32%，超预期增长。我们认为4月增速下滑，属于3月高开过渡到4月的正常波动。去年3-4月国内基数偏高，是唯一两个单月销量超4万台的月份，合计销量9.5万台，两个月销量占到去年全年29%。今年3-4月合计销量12.6万台，同期高基数仍实现同比+32%，并未低于预期。

5-12月基数降低+出口复苏，后续行业下滑压力已经减弱。5-12月同期基数降低，单月销量降至1.9-3.2万台，增速大幅下滑概率已经减弱。此外，2021年海外市场反弹，1-4月挖机出口累计同比+100%，我们预计全年出口增速60%~100%，出口需求节奏释放前低后高，支撑后续总需求。

■ 中挖继续领先行业增长，龙头阿尔法强化

国内市场分吨位来看：4月小挖(0-18.5t)销量24,901台，同比-6.3%；中挖(18.5-28.5t)销量11,703台，同比+1.3%；大挖(>28.5t)销量4,496台，同比-14.2%。4月国内小挖/中挖/大挖销量占比分别60.6%/28.5%/10.9%，同比-1.1/+7.1/-9.9pct，自2020年7月以来超越小挖，连续3个季度成为行业增速最高机种。2021年1-3月基建、地产投资恢复至疫情前水平，分别累计增长26.8%、25.6%；根据我们产业链调研情况，下游客户回收期平均2-3年，建设项目需求旺盛。

我们预计4月龙头厂商挖机销量同比增长15%-20%，出口同比增速达200%，行业份额提升持续。

■ 无惧国内市场增速下滑，钢材涨价对利润率影响可控

无惧国内市场增速下滑，即使5-12月国内增速降至-10%~0%，按出口增速+40%~100%测算，2021年挖机行业增速仍有15%~26%，其中全年国内增长11%~17%，出口增长56%~100%。此外，若5-12月挖机总销量同比增速零增长，对应全年挖机增速18%；只有当5-12月同比增速下滑至-28%，全年挖机才会开始负增长。我们认为后续行业下滑压力已经减弱，维持全年挖机增长15%-20%的预判。展望未来几年，我们预计挖机行业销量增速在±0%至15%之间，较上一轮将大幅弱化，未来几年行业需求维持高水平，板块价值有望重估。

市场高估钢材涨价影响，预计全年净利率稳中有升。主机厂商钢材成本占比约15%-20%，但全年利润率影响可控：2020年钢材涨价约20-30%，三一/中联/恒立毛利率分别-2.87/-1.41/+6.33pct，其中包括运费调整至制造成本核算、销售政策调整等因素，整体钢材成本影响可控。此外，2021Q1三一/中联/恒立购买商品（主要为原材料）支付的现金流同比分别+199%/+174%/+199%，提前原材料备货锁定了原材料成本。考虑到规模效应及降本提效，我们预计工程机械板块全年净利率稳中有升。

投资建议

重点推荐：【三一重工】国内份额提升+数字化降本+国际化带来持续业绩弹性，全球竞争力逐步体现带来估值溢价。**【中联重科】**起重机+混凝土机械后周期龙头，土方机械+高机贡献业绩新增长极。**【恒立液压】**国内液压龙头，进口替代增长可期。**建议关注：【徐工机械】**汽车起重机龙头，优质资产有望注入增厚收入体量，改制激励提升盈利能力。

风险提示：基建地产投资不及预期；行业竞争加剧；全球贸易争端。

2021年05月11日

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

86-18321168715

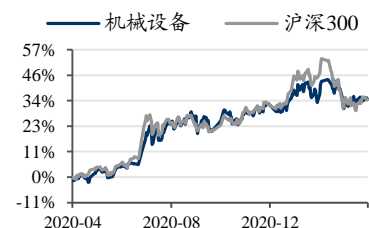
zhubb@dwzq.com.cn

研究助理 罗悦

86-18502542232

luoyue@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

1、《3月挖机销量同比大涨60%再超预期，上游开支加大行业供不应求》2021-04-09

2、《2月挖机销量同比+205%大超预期，旺盛需求支撑供应商提价》2021-03-09

3、《2020年挖机销量同比+39%，2021年有望开门红》2021-01-09

表 1: 无需担心国内市场增速下滑, 即使 5-12 月国内增速降至-10%~0%, 按出口增速+40%~100%测算, 2021 年挖机行业增速仍有 15%~26%

	2020A	2021A/E
1-4 月总销量 YOY	11%	52%
国内 YOY	9%	48%
出口 YOY	9%	100%
5-12 月总销量 YOY	61%	-4%
		3%
		12%
国内 YOY	40%	-10% (悲观假设)
		-5% (中性假设)
		0% (乐观假设)
出口 YOY	31%	40% (悲观假设)
		60% (中性假设)
		100% (乐观假设)
全年总销量 YOY	39%	15%
		20%
		26%
国内 YOY	40%	11%
		14%
		17%
出口 YOY	31%	56%
		71%
		100%

数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所测算

表 2: 只有当 5-12 月同比增速下滑至-28%以下, 全年挖机销量才会开始负增长

	2020	2021A/E		
1-4 月挖机销量 (台)	114056	173513		
1-4 月 YoY	11%	52%		
5-12 月挖机销量 (台)	213549	213549	185788	153755
5-12 月 YoY	61%	0.00%	-13.00%	-28.00%
全年挖机销量	327605	387062	359301	327268
全年 YoY	39%	18%	10%	0%

数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所预测

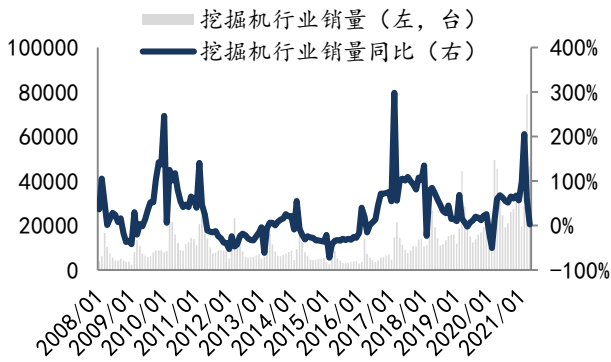
表 3: 可比公司估值表

2021/5/11		货币	收盘价(当地货币)	市值(亿人民币)	EPS(元)			PE		
代码	公司				2020 A/E	2021E	2022E	2020 A/E	2021E	2022E
600031.SH	三一重工	CNY	29.69	2,519	1.84	2.36	2.67	16	13	11
000157.SZ	中联重科	CNY	11.08	917	0.98	1.16	1.34	11	10	8
603339.SH	徐工机械	CNY	9.16	28	0.34	0.70	0.82	27	13	11
601100.SH	恒立液压	CNY	73.09	954	1.73	2.25	2.66	42	32	27
603338.SH	浙江鼎力	CNY	69.02	335	1.37	2.04	2.62	50	34	26
CAT.N	卡特彼勒	USD	242.61	8,562	5.51	7.41	9.93	44	33	24
6301.T	小松制作所	JPY	3306	1,898	162.93	93.06	152.59	20	36	22

错误!链接无效。数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

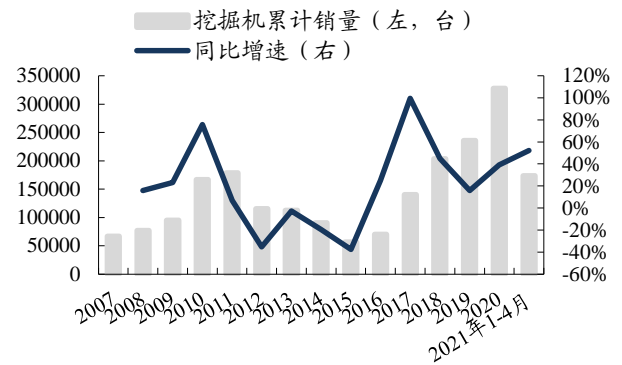
(注: 三一重工、恒立液压、中联重科、浙江鼎力为东吴预测, 徐工机械为 Wind 一致预测, 卡特彼勒、小松制作所为 Bloomberg 一致预测。小松未公布 2020 年业绩公告。市值汇率取当日中间价: 1 美元=6.43 人民币, 1 人民币=16.95 日元)

图 1: 2021 年 4 月挖机销量 46,572 台, 同比+2.5%



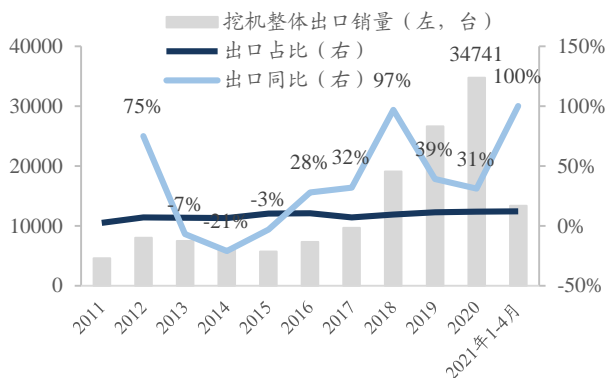
数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图 2: 2021 年 1-4 月合计销售挖机 173,513 台, 同比+52.1%



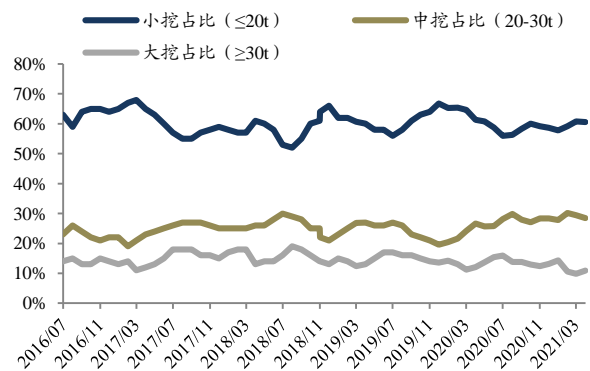
数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图 3: 2021 年 1-4 月挖机累计出口 18,848 台, 同比+100.3%, 出口占比 12.2%



数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

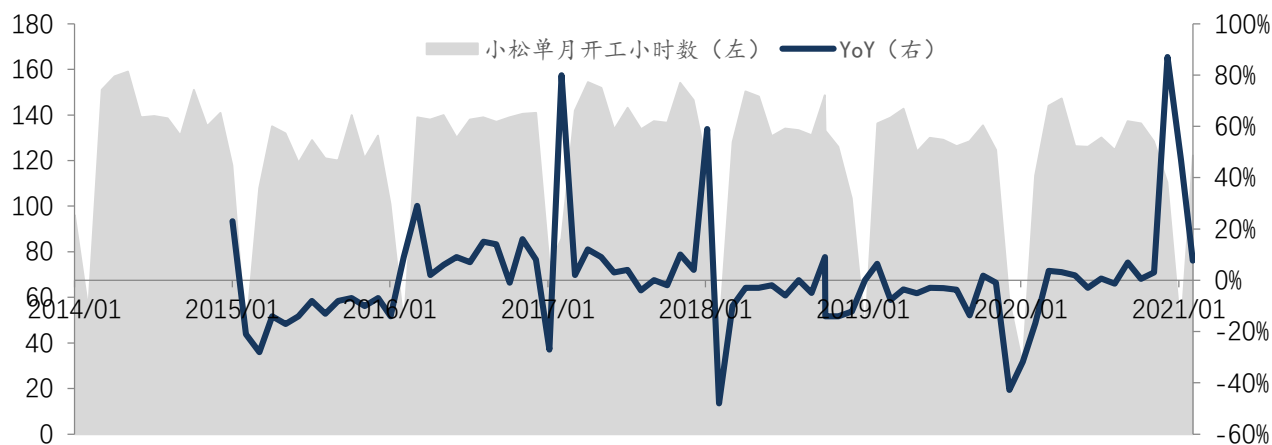
图 4: 2021 年 4 月国内小挖/中挖/大挖销量占比分别 60.6%/28.5%/10.9%, 同比-1.1/+7.1/-9.9pct



数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

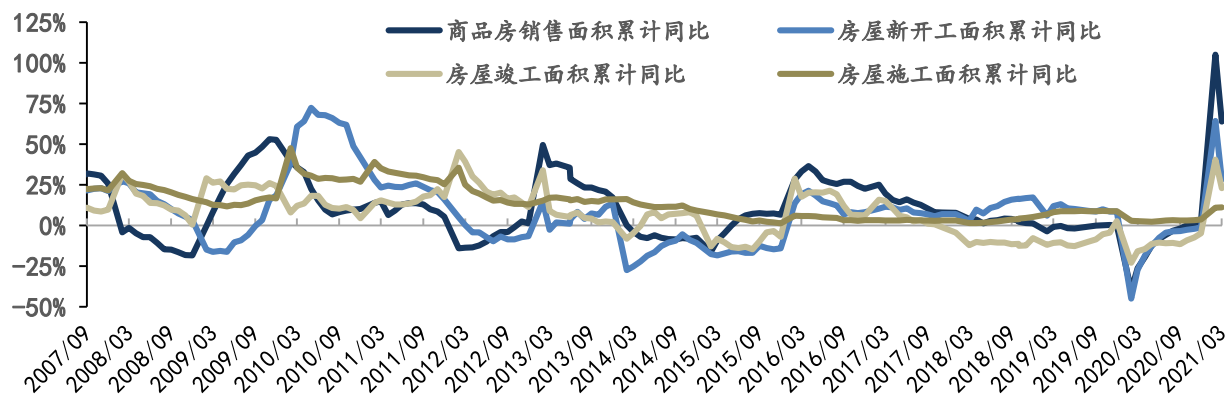
(注: 2020 年 6 月起协会小/中/大挖划分标准略有变动, 微调为: 小挖 ≤ 18.5t; 大挖 ≥ 28.5t)

图 5：2021 年 3 月小松中国区挖机开工小时数为 122.2，同比+7.7%



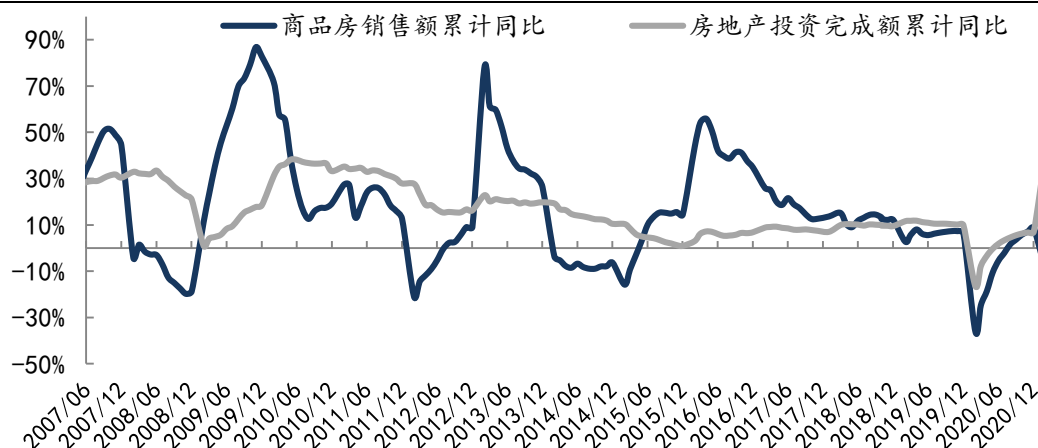
数据来源：小松官网，东吴证券研究所

图 6：2021 年 1-3 月新开工面积累计同比+28.2%，大幅提升



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 7: 2021 年 1-3 月房地产投资完成额累计同比+25.6%，恢复疫情前水平



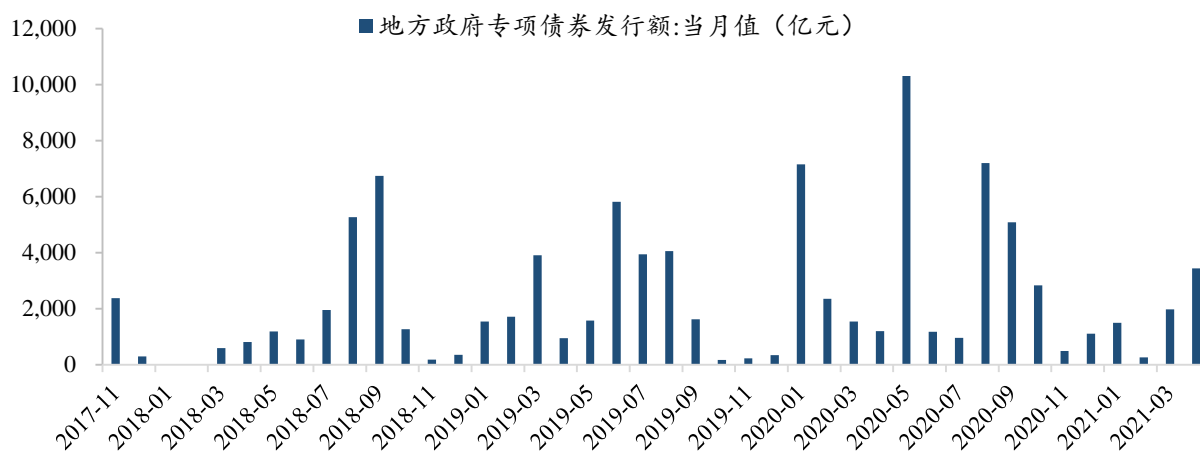
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 8: 2021 年 1-3 月累计基建投资增速同比+26.76%，恢复疫情前水平



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 9：2021 年 1-4 月全国各地发行新增专项债券 7,179.6 亿元，同比-41.34%



数据来源：财政部，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

