

2021年05月17日

工程机械全线提价在即，龙头成本转移能力或被低估

增持（维持）

投资要点

■ 从供应商到主机厂，工程机械产品全面提价在即

2021年初至今，国内工程机械市场先后经历两轮“涨价潮”：（1）第一轮涨价：价格竞争触底+上游成本上升，将代理商的盈利空间挤压到了极限。中国工程机械工业协会数据显示，2020年代理商整体平均净利率仅0.7%，为提升盈利保证存续，代理商发起第一轮涨价。（2）第二轮涨价：钢材价格上涨趋势延续，主机厂提价全产品蔓延。年初至今钢材已从4000元/吨涨至6500元/吨，主机厂开启第二轮涨价，产品自挖掘机、装载机，蔓延至塔机、混凝土机械、高机等全系列。

■ 涨价势在必行，行业价格触底回升

要素一：经销商盈利空间已无法压缩，行业价格触底止跌。2021年初涨价由代理商发起，2021年一季度41.22%的代理商亏损严重，27.48%的代理商通过主机制造商补贴才能实现正常运转，仅有31.3%的代理商处于微利或盈利。考虑到2021年以来终端代理商盈利空间已见底，我们认为未来产品价格回调概率较低。

要素二：年初至今钢材价格涨幅达44%-52%，中小企业迫于成本压力首先提价。工程机械主机厂钢材成本占比约15%-20%，各机种直接材料占比高到低分别为：塔机、装载机、起重机、道路机械、挖掘机。2021年初至5月，钢材价格累计涨幅达44%-52%。本轮涨价由成本压力较大的中小企业（代理商）先行，逐步蔓延至中联、徐工等大主机厂。

要素三：本轮涨价具备下游旺盛需求支撑。本轮代理商涨价始于2021年2月，源自上海、安徽、湖北等多省市重大项目密集开工。2021年1-3月基建、地产投资恢复至疫情前水平，分别累计同比增长26.8%、25.6%。地产、基建项目密集开工拉动中挖需求旺盛。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，中挖自2020年7月以来超越小挖，连续3个季度成为增速最高机种。

■ 行业价格战风险可控，龙头成本转移能力或被低估

展望一：行业价格战风险可控，较高利润率有望维持。我们认为本轮景气周期行业集中度已大幅提升，行业对价格战竞争高度谨慎，未来较高利润率有望维持。① 行业集中度提升：2011-2020年国内挖机市场CR3已由33%提升至54%，行业集中度仍在持续提升。② 格局更加稳定：经历2012-2016年行业去产能，2016年后国内挖机市场三甲稳定为三一、徐工和卡特三足鼎立格局。③ 对价格战保持高度谨慎：国内挖掘机厂商经历了上一轮周期后，对恶性价格竞争保持高度谨慎态度，2020年4月以来行业提价风波不断，行业竞争良性。

展望二：龙头成本转移能力或被低估，预计全年净利率保持稳中有升。（1）不考虑规模效应，我们预计龙头企业原材料上涨对应毛利率压力低于1-3pct，低于市场估计。（2）2020年三一、中联、徐工前五大客户集中度仅为11.76%、2.96%、27.44%，前五大供应商集中度仅为12.03%、17.06%、16.76%，龙头产业链上下游议价能力较强。

（3）我们测算2020年及2021Q1钢材价格上涨对恒立液压毛利率同比影响分别-2.02pct、-0.79pct，而实际上恒立液压毛利率分别同比+6.33pct、+3.17pct，主要原因系工程机械龙头上市公司能够通过集采、规模效应、产业链均摊、数字化降本增效等方式对冲成本上涨。综合来看，我们认为市场高估原材料价格上涨影响，低估企业成本转移能力，预计2021年龙头净利率保持稳中有升，盈利端改善或市场超预期。

■ 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。

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

86-13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

86-18321168715

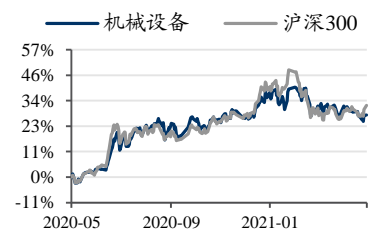
zhubb@dwzq.com.cn

研究助理 罗悦

86-18502542232

luoyue@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

1、《恒立液压：无惧短期波动，估值底部迎来左侧布局良机》2021-05-11

2、《4月挖机同比+2.5%符合预期，无惧国内市场增速下滑》2021-05-10

3、《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

4、《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

5、《2020年挖机销量同比+39%，2021年有望开门红》2021-01-09

内容目录

1. 从供应商到主机厂，工程机械产品全面提价在即	4
2. 涨价势在必行，行业价格触底回升	6
2.1. 要素一：经销商盈利空间已无法压缩，行业价格端止跌.....	6
2.2. 要素二：年初至今钢材价格涨幅达 44%-52%，中小企业迫于成本压力提价现行	6
2.3. 要素三：本轮涨价具备下游旺盛需求支撑.....	7
3. 行业价格战风险可控，龙头成本转移能力或被低估	8
3.1. 展望一：行业价格战风险可控，较高利润率有望维持.....	8
3.2. 展望二：龙头成本转移能力或被低估，预计全年净利率保持稳中有升.....	9
4. 重点推荐.....	11
5. 风险提示.....	11

图表目录

图 1: 2020 年工程机械负利润代理商占比达 26.9%，整体平均净利率仅 0.7%	6
图 2: 2021 年初至 5 月中旬，钢材价格涨幅 44%-52%	7
图 3: 2021 年 1-4 月累计基建投资 4.4 万亿，恢复疫情前水平，同比+16.91%.....	8
图 4: 2021 年 1-4 月房地产投资完成额累计 4.0 万亿，恢复疫情前水平，同比+21.6%....	8
图 5: 2011-2020 年国内挖机市场 CR3 由 33%升至 54%，且三强格局更加稳定	9
图 6: 下游客户分散，增强产业链议价能力	10
图 7: 上游供应商分散，增强产业链议价能力	10
表 1: 2021 年初至今，工程机械代理商、主机厂宣布涨价情况	5
表 2: 不考虑规模效应，我们测算 2021 年至今钢价对应毛利率压力 0.79pct，全年毛利率压力 0.79~3.25pct	10
表 3: 2020 年及 2021 年 Q1 钢材价格大涨，但恒立液压毛利率同比分别+6.33pct、+3.17pct	11

1. 从供应商到主机厂，工程机械产品全面提价在即

2021年初至今，国内工程机械市场先后经历两轮“涨价潮”：①春节前后，部分代理商为改善盈利宣布涨价；②始于5月中旬，主机厂难抵钢材涨价压力，提价逐步蔓延至全系列产品。回顾2021上半年工程机械市场产品定价情况，我们发现市场经历了两轮“涨价潮”。

(1) 第一轮涨价：价格竞争触底+上游成本上升，将代理商的盈利空间挤压到了极限。中国工程机械工业协会数据显示，2020年代理商整体平均净利率仅0.7%。在多省市重大项目密集开工，一季度下游需求旺盛的支撑下，为提升盈利保证存续，代理商发起第一轮涨价。

(2) 第二轮涨价：钢材价格上涨趋势延续，主机厂提价全产品蔓延。去年年底至今钢材已从4000元/吨涨至6500元/吨，对主机厂施加极大压力。短期来看，海外疫情加剧、国内“碳中和”限产、全球经济回暖、流动性充裕持续推升钢价，主机厂开启第二轮涨价，涨价自挖掘机、装载机，蔓延至塔机、混凝土机械、高机等全系列工程机械产品。

表 1: 2021 年初至今, 工程机械代理商、主机厂宣布涨价情况

涨价主体	企业	执行时间	产品	上调幅度	调整原因
代理商	合肥湘元 (三一重工代理)	02-17	挖掘机	微、小挖: 老款机型上调 0.5 万、新款 1 万元	
				中挖: 老款 1 万、新款 2 万元	
				大挖: 老款 2 万、新款 3 万元	
	武汉九州龙 (三一重工代理)	03-01	挖掘机、装载机	微、小挖、装载机: 老款机型上调 0.5 万、新款 1 万元	
				中挖: 2 万元	
				大挖: 3 万元	
	湖北力驰(徐工挖机代理)、湖北柳瑞(柳工机械代理)、武汉千里马(斗山机械代理)、湖北临沃(山东临工代理)	03-01	挖掘机	小挖: 1 万元	钢材等原材料价格上涨; 国际贸易摩擦, 海外疫情严峻, 进口零部件报关周期延长, 配件供应价格、仓储物流费用、人力成本上涨。
				中挖: 2 万元	
				大挖: 3 万元	
	安徽中建 (徐工挖机代理)	03-01	挖掘机	10T 以下: 1 万元	
				13 - 29T: 2 万元	
				30T 以上: 3 万元	
海峰集团 (三一重工代理)	03-18	挖掘机	20T 以下: 1 万元		
			20 - 35T: 2 万元		
			35T 及以上: 3 万元		
原材料供应商	壳牌	03-31	润滑油、润滑脂	12% - 15%	
代理商	浙江柳瑞 (柳工机械供应商)	05-01	挖掘机	20T 以下: 1 万元	钢材等原材料价格上涨、物流运输成本上涨、疫情对全球供应链体系的冲击; 主机厂产品制造和流通成本增加, 产能不足。
				20 - 29T: 2 万元	
				30T 及以上: 3 万元	
			装载机	3T 及以下: 5000 元	
				5T 及以上: 1 万元	
			推土机	2 万元	
			路面机械	1 万元	
其他	5%				
主机厂	中联重科	05-17	塔机、升降机	1000 元/吨	钢材价格持续上涨, 从 4500 元/吨涨价到 6500 元/吨
		06-01	混凝土机	结合钢材价格变化幅度适时调整, 报价有效期 2 个月, 超期重新计算	
	徐工集团	06-01	塔机、升降机	1000 元 / 吨	

数据来源: 各代理商、主机厂商官网, 东吴证券研究所整理

2. 涨价势在必行，行业价格触底回升

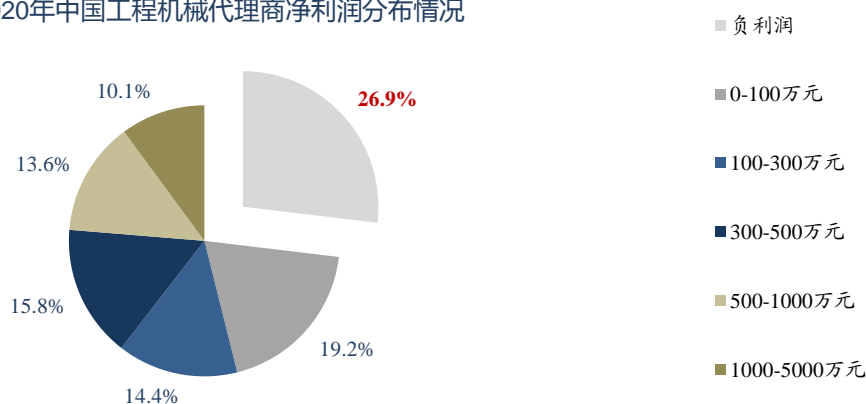
2.1. 要素一：经销商盈利空间已无法压缩，行业价格端止跌

不同于 2020 年 4 月主机厂涨价主体，2021 年初涨价由代理商发起。春节后，合肥工程机械商会牵头发起涨价倡议，与全国 3 个省份的 9 家代理商，联合推动挖掘机产品终端销售的涨价，涉及三一、临工、柳工、徐工等挖掘机品牌。

据中国工程机械工业协会数据，2020 年工程机械负利润代理商占群体达 26.9%，净利润 0~100 万元的代理商占群体 19.2%，整体平均净利率仅 0.7%。2021 年一季度 41.22% 的代理商亏损严重，27.48% 的代理商通过主机制造商补贴才能实现正常运转，仅有 31.3% 的代理商处于微利或盈利。2020 年工程机械产品价格因市场竞争回调，考虑到 2021 年以来终端代理商盈利空间已见底，我们认为未来产品价格回调概率较低。

图 1：2020 年工程机械负利润代理商占比达 26.9%，整体平均净利率仅 0.7%

2020年中国工程机械代理商净利润分布情况



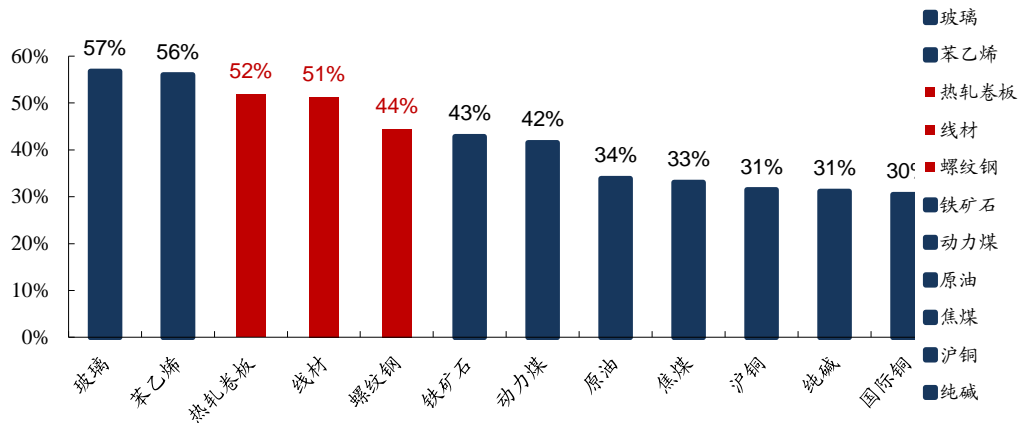
数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

2.2. 要素二：年初至今钢材价格涨幅达 44%-52%，中小企业迫于成本压力提价现行

工程机械主机厂钢材成本占比约 15%-20%，各机种直接材料占比高到低分别为：塔机、装载机、起重机、道路机械、挖掘机。2021 年初至 5 月中旬原材料价格全面上涨，其中钢材价格累计涨幅达 44%-52%。工程机械龙头企业毛利率、净利率等指标相对行业较高，因此成本端上涨承受能力较高。本轮涨价由成

本压力较大的中小企业（代理商）先行，逐步蔓延至中联、徐工等大主机厂。

图 2：2021 年初至 5 月中旬，钢材价格涨幅 44%-52%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 要素三：本轮涨价具备下游旺盛需求支撑

本轮代理商涨价始于 2021 年 2 月，源自上海、安徽、湖北、浙江等多省市重大项目密集开工。据 Mysteel 不完全统计，2021 年 2 月以来，全国各地共开工 9533 个重大/重点项目，总投资额为 6.52 万亿，同比增长 658.6%。两会政府工作报告提出，2021 年拟安排地方政府专项债 3.65 万亿元，中央预算内投资安排 6100 亿元。2021 年 1-3 月基建、地产投资恢复至疫情前水平，分别累计同比增长 26.8%、25.6%。

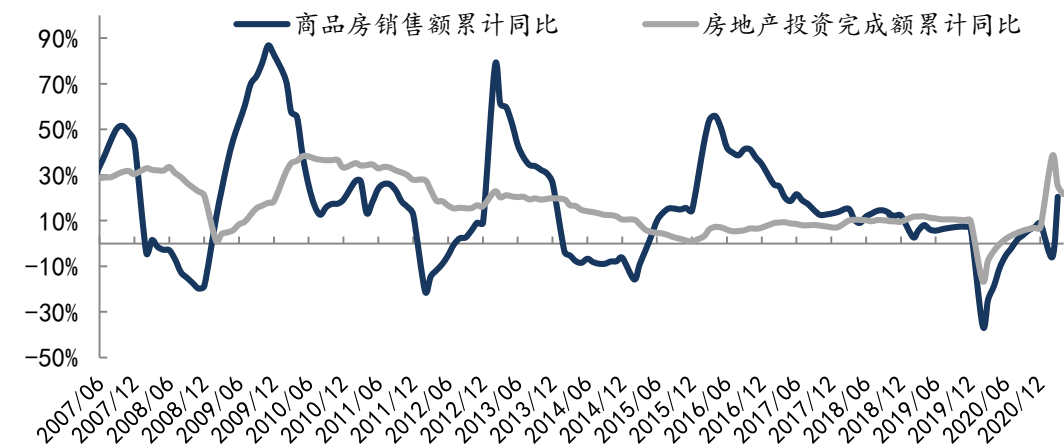
地产、基建项目密集开工拉动中挖需求旺盛。2021 年 4 月国内小挖/中挖/大挖销量占比分别 60.6%/28.5%/10.9%，同比-1.1/+7.1/-9.9pct，中挖自 2020 年 7 月以来超越小挖，连续 3 个季度成为行业增速最高机种。工程机械下游客户回收期平均 2-3 年，建设项目需求旺盛。

图 3: 2021 年 1-4 月累计基建投资 4.4 万亿, 恢复疫情前水平, 同比+16.91%



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图 4: 2021 年 1-4 月房地产投资完成额累计 4.0 万亿, 恢复疫情前水平, 同比+21.6%



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

3. 行业价格战风险可控, 龙头成本转移能力或被低估

3.1. 展望一: 行业价格战风险可控, 较高利润率有望维持

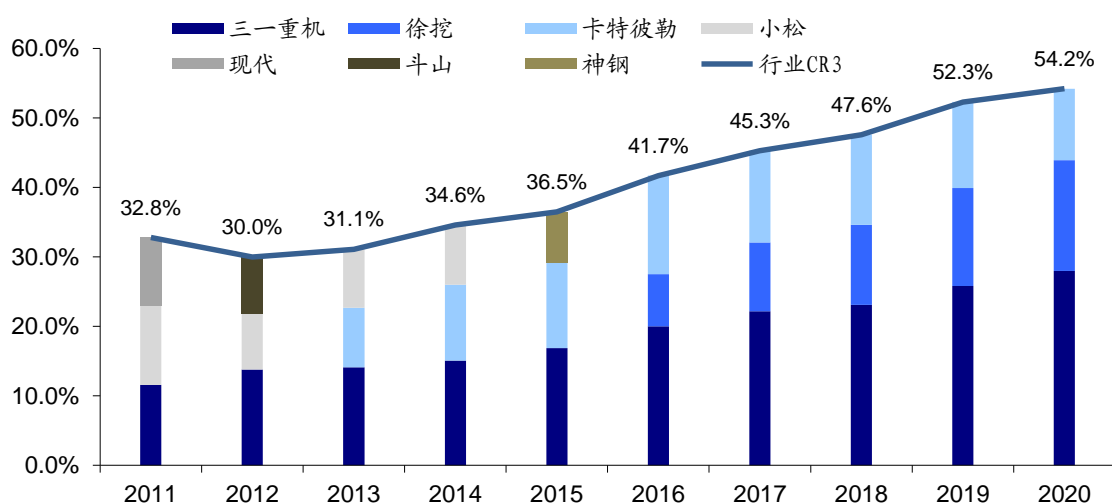
市场担心行业价格竞争加剧导致利润率下滑, 但我们认为: 本轮景气周期行业集中度已大幅提升, 行业对价格战竞争高度谨慎, 未来较高利润率有望维持。

① 行业集中度提升:2011-2020 年国内挖机市场 CR3 已由 33%提升至 54%,且行业集中度仍在持续提升。龙头厂商基于规模优势利润率大幅高于中小企业(2020 年板块平均净利率为 10%,三一重工/中联重科净利率分别为 16%、11%);

② 格局更加稳定:经历 2012-2016 年行业去产能,2016 年后国内挖机市场三甲稳定为三一、徐工和卡特三足鼎立格局,龙头话语权加大,竞争环境更加可控。

③ 行业对价格战保持高度谨慎:国内挖掘机厂商经历了上一轮周期后,对恶性价竞争保持高度谨慎态度,意识恶性价战只会透支市场需求。2020 年 4 月以来行业提价风波不断,行业仍处于良性市场竞争,市场份额向龙头公司集中的趋势不变,行业较高利润率有望维持。

图 5: 2011-2020 年国内挖机市场 CR3 由 33%升至 54%, 且三强格局更加稳定



数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

3.2. 展望二: 龙头成本转移能力或被低估, 预计全年净利率保持稳中有升

不考虑规模效应, 我们测算 2021 年至今钢价上涨对应恒立液压毛利率压力仅 0.79pct, 低于市场预期。恒立液压作为工程机械上游, 液压件核心零部件供应商, 公司钢材成本比相对主机厂较高。受碳达峰、碳中和政策影响及 4 月下游备货不足影响, 2021 年初以来钢材价格持续上涨, 截至 5 月 12 日, 螺纹钢、板材指数较年初涨幅 40%以上, 但我们预计钢材平均涨幅为 10%左右, 主要系钢材涨价为逐步释放需计算平均值。我们预计短期毛利率压力仅为 0.79pct。全年来看, 按照 2021 全年钢材价格平均涨幅 10-30%, 我们测算公司全年毛利率压力为 0.79~3.25 个百分点(不考虑规模效应)。不考虑规模效应, 我们预计主机厂

(三一重工、中联重科、徐工机械) 原材料上涨对应毛利率压力低于 1-3pct。

表 2: 不考虑规模效应, 我们测算 2021 年至今钢价对应毛利率压力 0.79pct, 全年毛利率压力 0.79~3.25pct

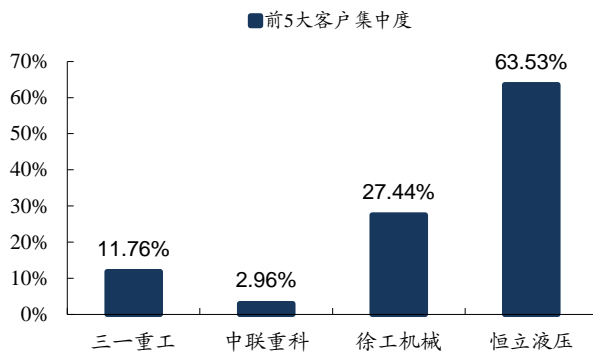
	积极: 钢材涨幅		中性: 钢材涨幅		消极: 钢材涨幅	
	10%		20%		30%	
	油缸	液压泵阀	油缸	液压泵阀	油缸	液压泵阀
原营业成本	23.92	11.16	23.92	11.16	23.92	11.16
原毛利率	46.80%	52.27%	46.80%	52.27%	46.80%	52.27%
钢材涨价后总成本	24.37	11.25	25.05	11.42	25.72	11.58
供应商负担钢材涨幅	5%	6%	8%	9%	10%	12%
新毛利率	45.80%	51.87%	44.30%	51.17%	42.80%	50.47%
分业务毛利率变动 (pct)	-1.00	-0.40	-2.50	-1.10	-4.00	-1.80
主营业务毛利率 (仅考虑油缸和泵阀业务)	47.88%		46.65%		45.42%	
主营业务毛利率变动 (pct)	-0.79		-2.02		-3.25	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

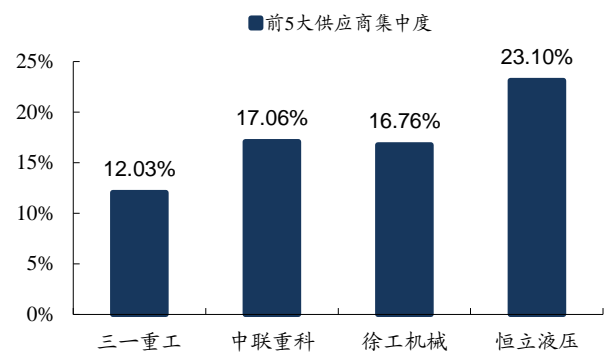
龙头产业链上下游议价能力较强, 成本转移能力或被市场低估。工程机械龙头主机厂商上下游较为分散, 2020 年三一、中联、徐工前五大客户集中度仅为 11.76%、2.96%、27.44%, 前五大供应商集中度仅为 12.03%、17.06%、16.76%, 在产业链上下游中溢价能力较强, 能够较好转移原材料成本上涨压力。恒立液压作为工程机械液压件核心零部件企业, 下游集中度相对较高, 2020 年前五大客户占比达 63.53%, 但上游原材料供应商 (主要为钢材) 集中度仅为 23.10%, 我们预计上游供应商会对钢材成本涨价给予一定让步, 我们预计年初至今钢材成本平均涨幅为 10%, 上游供应商分别对恒立的油缸、泵阀业务承担 5%、6% 钢材上涨成本。因此整体来看, 我们认为工程机械龙头企业在产业链中处于相对强势地位, 能够较好转移原材料价格上涨成本。

图 6: 下游客户分散, 增强产业链议价能力

图 7: 上游供应商分散, 增强产业链议价能力



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2020年及2021年Q1钢材价格平均涨幅20%,据我们模型测算,钢材价格上涨对恒立液压毛利率同比影响分别-2.02pct、-0.79pct(不考虑规模效应、库存原材料等其他因素),而实际上恒立液压毛利率分别同比+6.33pct、+3.17pct,主要原因系工程机械龙头上市公司能够通过集采、规模效应、产业链均摊、数字化降本增效等方式对冲成本上涨。综合来看,我们认为市场高估原材料价格上涨影响,低估企业成本转移能力,预计2021年龙头净利率保持稳中有升,盈利端改善或市场超预期。

表3: 2020年及2021年Q1钢材价格大涨,但恒立液压毛利率同比分别+6.33pct、+3.17pct

	2020	2021Q1
钢材价格变动	20%	10%
预计对毛利率同比变动	-2.02pct	-0.79pct
实际毛利率同比变动	+6.33pct	+3.17pct

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

4. 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。

5. 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。

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>

