

## 5月挖机销量同比-14%符合预期，关注Q3末行业数据反弹

增持（维持）

投资要点

### ■ 5月挖机销量同比-14%符合预期，出口同比继续大增132%

2021年5月挖机销量27,220台，同比-14.3%（符合CME此前预计）；其中国内销量22,070台，同比-25.2%；出口5,150台，同比+131.7%。2021年1-5月累计销售挖机200,733台，同比+37.7%。其中国内销售176,735台，同比+31.7%；出口23,998台，同比+106.3%，出口占比12.0%。

出口同比继续保持翻倍以上增长，海外市场具备提升机遇和空间，未来3-5年本土龙头有望向全球龙头蜕变。根据三一重工官微，公司计划十四五期间实现海外收入100亿美元目标，2020年公司海外收入141亿，若2025年实现目标，对应2020-2025年海外收入GAGR 35%。

### ■ 月度数据存在淡旺季正常波动，关注Q3末行业数据反弹趋势

6月排产环比下滑系淡旺季正常波动。6月核心上游零部件厂商排产同比+3%，环比-15%，环比下滑系行业淡旺季波动。从历史经验看，6-8月为挖机行业传统淡季，去年6月同期挖机月度销量降至2.5万台，环比-22%，6-8月销量占全年仅20%，排产环比下滑系行业淡旺季波动，幅度维持在正常区间，同比仍保持正增长。

4-5月份国内销量同比出现短暂下滑，主要系3-4月起高销量预支需求、专项债发行进度缓慢，环保督察导致部分项目停工等。21年1-5月专项债累计发行仅为全年额度32%，低于往年同期45%-60%，下半年专项债发行加快、基建项目开工落地、同期基数回归正常趋势下，我们预计Q3末行业增速有望迎来反弹。

### ■ 中挖连续3个季度增长领先，国产龙头阿尔法持续强化

国内市场分吨位来看：5月小挖(0-18.5t)销量12,294台，同比-31.0%；中挖(18.5-28.5t)销量6,935台，同比-8.3%；大挖(>28.5t)销量2,841台，同比-31.5%。5月国内小挖/中挖/大挖销量占比分别59.6%/29.4%/11%，同比-0.6/+0.3/0.3pct。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。2021年1-4月基建、地产投资恢复至疫情前水平，分别累计增长16.9%、21.6%。

根据中国工程机械工业协会，2020年挖机年产能约60万台，总销量33万台，市场竞争日趋激烈。龙头企业凭借规模效应、技术工艺积淀及强大供应链体系，能够对中小型企业进行降维打击。国产龙头挖掘机市占率正快速提升，未来份额或由2020年70%进一步突破80%。

### ■ 积极关注低周期波动中强阿尔法

无需担心国内销量增速下滑，即使6-12月国内增速降至-20%~0%，按出口增速+60%~100%测算，2021年挖机总销量同比增速仍有11%~24%，其中全年国内销量增长4%~15%，出口销量增长76%~102%。此外，若6-12月挖机总销量同比增速零增长，对应全年挖机增速17%；只有当6-12月销量同比增速下滑至-30%以下，全年挖机销量才会开始负增长。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波动有望维持±10%左右，周期波动较上一轮将大幅弱化，板块价值有望重估。建议关注低周期波动中受益行业集中度提升、全球化推进的强阿尔法。

### ■ 投资建议

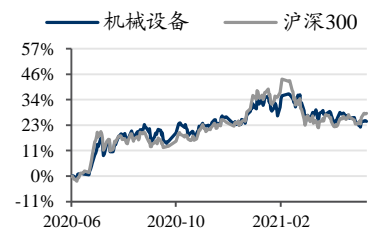
【三一重工】国内份额提升+数字化降本+国际化带来持续业绩弹性，全球竞争力逐步体现带来估值溢价。【中联重科】起重机+混凝土机械后周期龙头，土方机械+高机贡献业绩新增长极。【徐工机械】汽车起重机龙头，优质资产有望注入增厚收入体量，改制激励提升盈利能力。【恒立液压】国内液压龙头，进口替代增长可期。

■ 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06月09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  
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、《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
- 2、《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
- 3、《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
- 4、《2020年挖机销量同比+39%，2021年有望开门红》2021-01-09

## 附录 1: 点评相关图表

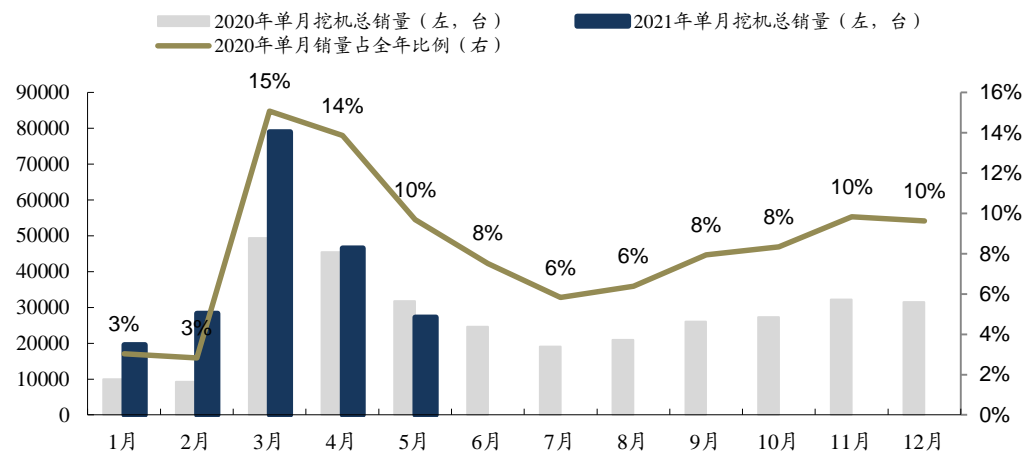
表 1: 可比公司估值表

2021/6/9		货币	收盘价 (LC)	市值 (亿 RMB)	EPS (元)			PE		
代码	公司				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600031.SH	三一重工	CNY	30.45	2,584	2.36	2.67	2.90	13	11	11
000157.SZ	中联重科	CNY	10.13	832	1.16	1.34	1.48	9	8	7
000425.SZ	徐工机械	CNY	6.39	501	0.79	1.05	1.16	8	6	6
601100.SH	恒立液压	CNY	75.5	986	2.25	2.66	3.06	34	28	25
603338.SH	浙江鼎力	CNY	61.68	299	2.04	2.62	3.15	30	24	20
CAT.N	卡特彼勒	USD	240.16	8,407	9.76	11.91	13.81	25	20	17
6301.T	小松制作所	JPY	3143	1,788	112.43	177.31	224.51	28	18	14

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。收盘价为当地货币; 市值为人民币, 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: 去年 6-8 月累计销量占全年仅 20%, 月度数据存在淡旺季正常波动



数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

表 2: 21 年 1-5 月专项债累计发行仅占全年额度 32%, 关注下半年专项债发行提速 (单位: 亿元)

	新增专项债额度	实际全年发行	超额发行比例	1-5 月累计发行	1-5 月占当年额度
2019	2.15	2.59	120%	0.97	45.12%
2020	3.75	4.14	110%	2.25	60.00%
<b>2021</b>	<b>3.65</b>			<b>1.17</b>	<b>32.05%</b>

数据来源: 财政部, 东吴证券研究所

表 3: 只有当 6-12 月同比增速下滑至-30%以下, 全年挖机销量才会开始负增长

	2020	2021A/E		
1-5 月挖机销量 (台)	145800	200733		
1-5 月总销量 YoY	19%	38%		
6-12 月挖机销量 (台)	181805	181805	158170	127264
6-12 月 YoY	60%	0.00%	-13.00%	-30.00%
全年挖机销量	327605	382538	358903	327997
全年 YoY	39%	17%	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

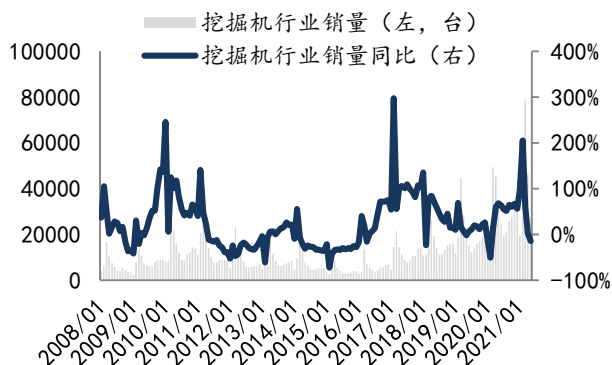
表 4: 即使 6-12 月国内销量增速降至-20%, 2021 总销量仍有 10%以上增长

	2020A	2021A/E
<b>1-5 月总销量 YOY</b>	<b>19%</b>	<b>38%</b>
国内 YOY	19%	32%
出口 YOY	21%	106%
<b>6-12 月总销量 YOY</b>	<b>60%</b>	-19%
		-3%
		13%
国内 YOY	64%	-20% (悲观预测)
		-10% (中性预测)
		0% (乐观预测)
出口 YOY	36%	60% (悲观预测)
		80% (中性预测)
		100% (乐观预测)
<b>全年总销量 YOY</b>	<b>39%</b>	11% (悲观预测)
		18% (中性预测)
		24% (乐观预测)
国内 YOY	40%	-2%
		6%
		15%
出口 YOY	31%	76%
		89%
		102%

数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所测算

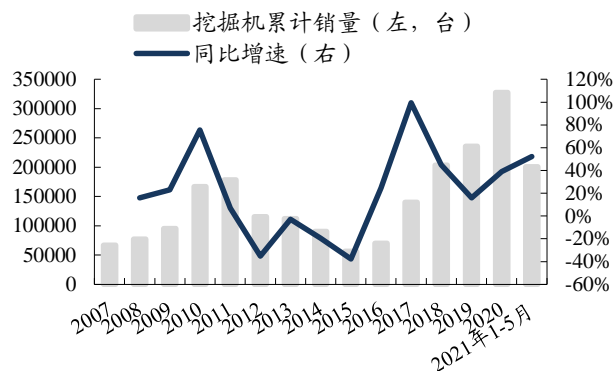
附录 2：行业数据跟踪

图 2：2021 年 5 月挖机销量 27,220 台，同比-14.3%



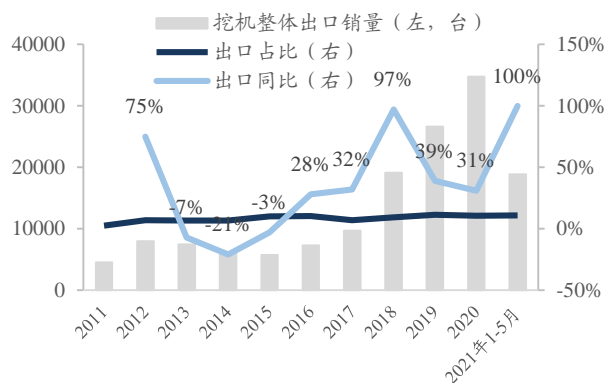
数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

图 3：2021 年 1-5 月合计销售挖机 200,733 台，同比+37.7%



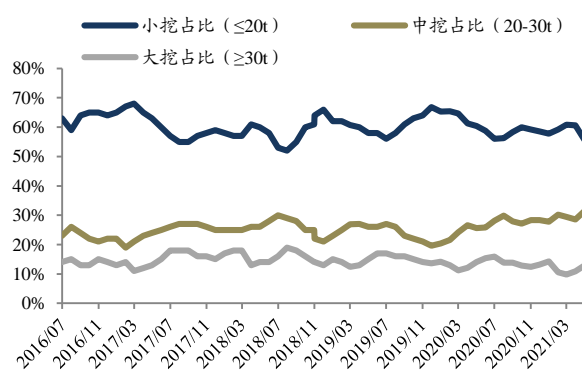
数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

图 4：2021 年 1-5 月挖机累计出口 23,998 台，同比+106.3%，出口占比 12%



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

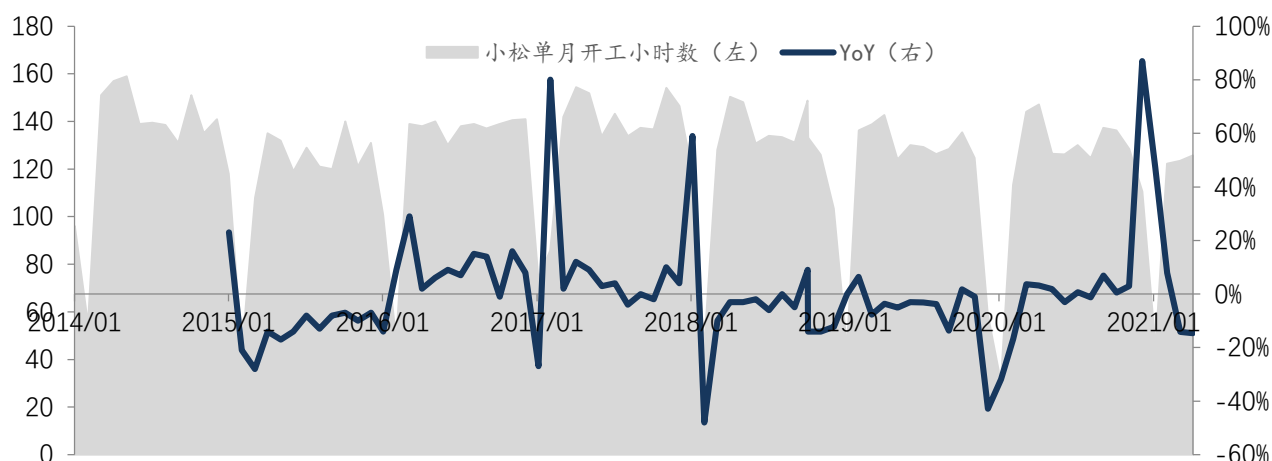
图 5：2021 年 5 月国内小挖/中挖/大挖销量占比分别 59.6%/29.4%/11%，同比-0.6/+0.3/+0.3pct



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

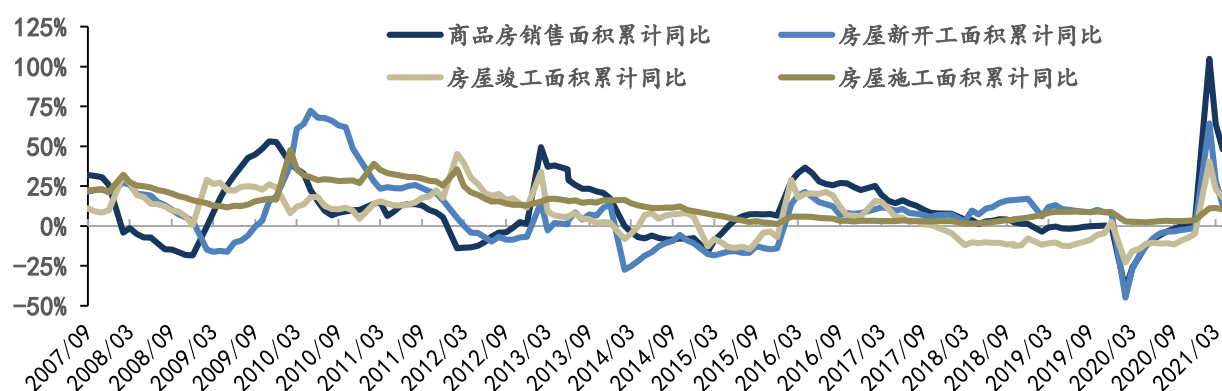
（注：2020 年 6 月起协会小/中/大挖划分标准略有变动，微调为：小挖 ≤ 18.5t；大挖 ≥ 28.5t）

图 6：2021 年 5 月小松中国区挖机开工小时数为 125.7，同比-14.6%



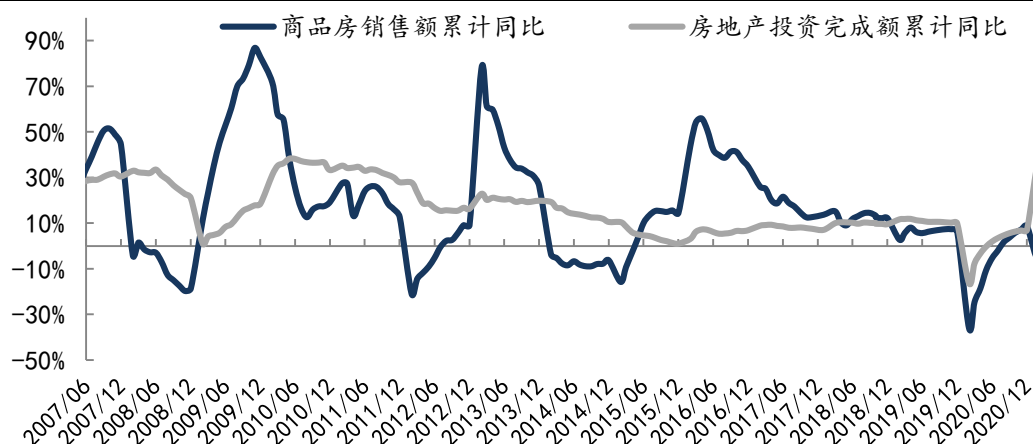
数据来源：小松官网，东吴证券研究所

图 7：2021 年 1-4 月新开工面积累计同比+12.8%，大幅提升



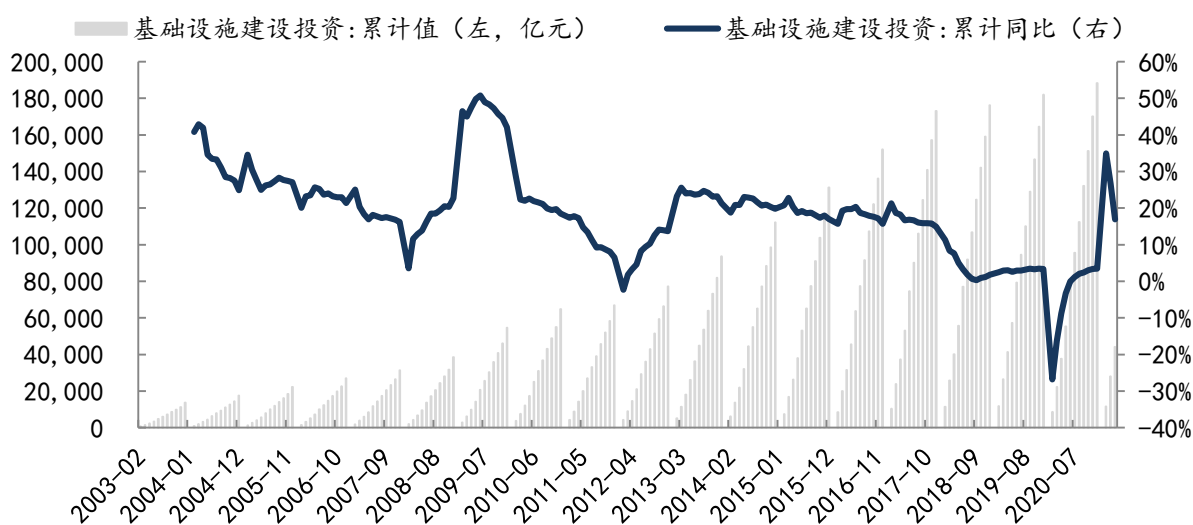
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 8: 2021 年 1-4 月房地产投资完成额累计同比+21.6%，恢复疫情前水平



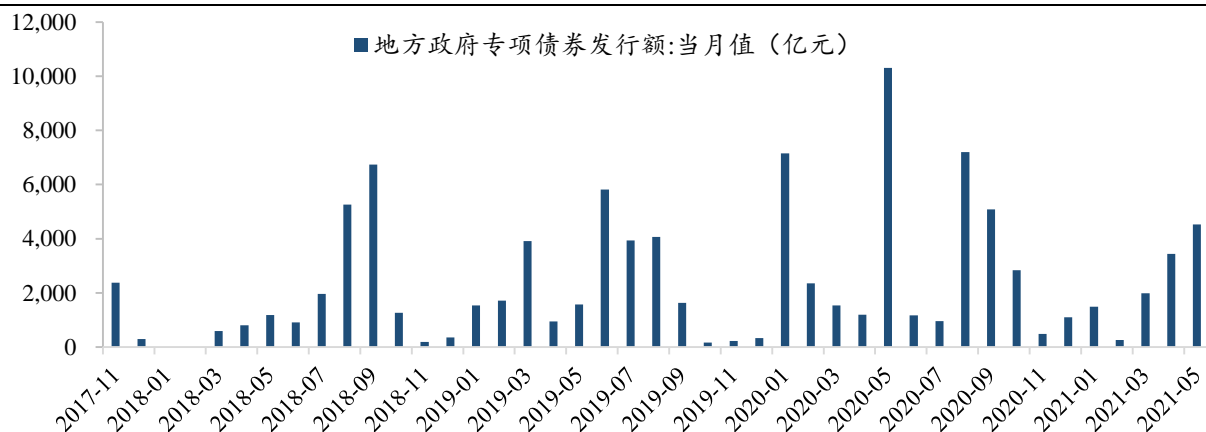
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 9: 2021 年 1-4 月累计基建投资 4.4 万亿，恢复疫情前水平，累计增速同比+16.9%



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 10: 2021 年 1-5 月全国各地发行新增专项债券 11,703 亿元, 同比-48.14%, 下半年发行进程有望加快



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>

