

6月挖机销量同比-6%略超预期,行业同比降幅缩窄

增持(维持)

投资要点

■ 6月挖机销量同比-6.2%略超预期,行业同比降幅缩窄

2021年6月挖机销量23100台,同比-6.2%,高于此前CME同比-17%预期。其中国内销量16,965台,同比-21.9%;出口6,135台,同比+111.5%。2021年1-6月累计销售挖机223,833台,同比+31.3%;其中国内销售193,700台,同比+24.3%;出口30,133台,同比+107.4%,出口占比26.6%。6月行业同比降幅缩窄,海外市场复苏+国产品牌全球化驱动下,出口继续保持同比翻倍以上强劲增长。

中挖连续4个季度增长领先。国内市场分吨位来看:6月小挖(0-18.5t)销量9,564台,同比-25.1%;中挖(18.5-28.5t)销量4,908台,同比-12.5%;大挖(>28.5t)销量2,493台,同比-25.5%。6月国内小挖/中挖/大挖销量占比分别56.4%/28.9%/14.7%,同比-25.1/-12.5/-25.5pct。中挖自2020年Q3以来超越小挖,连续4个季度成为行业增速最高机种。2021年1-5月基建、地产投资恢复至疫情前水平,分别累计增长10.4%、18.3%。

■ Q2增速下滑系月度波动,关注Q3末行业增速反弹趋势

2021年Q2以来行业同比增速下滑承压,市场对行业景气是否见顶的判断存在争议。我们对行业后续需求保持乐观,判断Q2行业增速下滑仅为短期月度波动,其主要原因是Q1超高销量透支后续需求,此外专项债发行进度缓慢、钢材成本高昂、国内环保督察等,也暂缓施工方开工积极性,2021年5月小松中国区挖机开工小时数为125.7,同比-14.6%。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%,下半年专项债发行有望加速,利好基建项目开工。下半年月度波动影响减弱、专项债发行加速、开工恢复正常、出口增长强劲趋势下,我们预计行业有望重演2019年走势,Q3末行业数据有望迎来反弹。

■ 原材料影响减弱+行业产品提价,盈利端改善或超市场预期

行业产品涨价逐步落地,对冲原材料上涨影响。基于钢材等原材料价格上涨、疫情对全球供应链体系的冲击,2021年初以来工程机械产品代理商、主机厂纷纷宣布涨价。合肥湘元(三一挖机代理商)宣布小挖、中挖分别涨价1万、2万元,自2021年7月1日执行。目前工程机械行业回报率仍较高(中小挖平均回收期2-4年),我们判断下游客户对于产品涨价接受度较好,客户相较价格更加关注下游开工需求,产品提价一定程度对冲成本上涨压力。

5月中旬以来钢材价格触顶回落,Q3毛利率有望改善。2021年初至7月6日,钢材价格涨幅由45%高点回落至20%,加息预期+政策抑制+库存高企,后续反弹动力不足。工程机械企业大多采用平均成本法核算原材料,我们预计Q3有望看到毛利率企稳回升。考虑到库存、集采及规模效应等,我们预计龙头全年净利率稳中有升。

■ 维持行业全年增长15%预判,关注低周期波动中强阿尔法

即使2021年7-12月国内增速降至-20%至-0%,按出口增速+60%至+100%测算,2021年挖机总销量同比增速为12%-18%。若7-12月挖机总销量同比增速零增长,对应全年挖机增速16%;仅当7-12月销量同比增速下滑至-35%以下,全年挖机销量才会开始负增长。基于下半年国内市场反弹+出口旺盛持续判断,我们维持行业全年增速15%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】中国最具全球竞争力的高端制造龙头之一,看好全球化进程中戴维斯双击的机会。【中联重科】起重机+混凝土机械后周期龙头,土方机械+高机+高端农机贡献新增长极。【徐工机械】汽车起重机龙头,优质资产有望注入增厚体量,混改大幅释放业绩弹性。【恒立液压】国产液压件稀缺龙头,泵阀+非标放量赋能穿越周期。

■ 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。

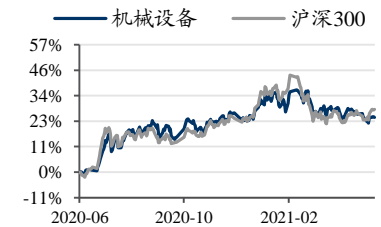
2021年07月08日

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、《5月挖机销量同比-14%符合预期,关注Q3末行业数据反弹》2021-06-09
- 2、《4月挖机同比+2.5%符合预期,不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

附录 1: 点评相关图表

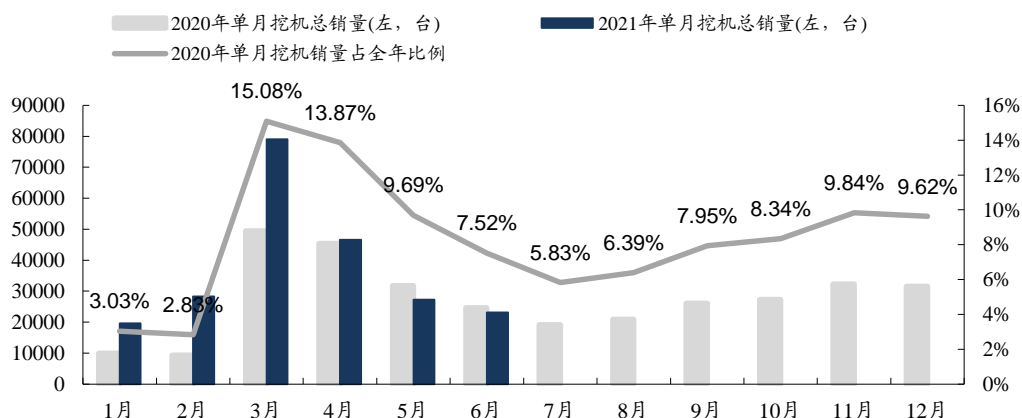
表 1: 可比公司估值表 (截至 2021 年 7 月 8 日)

2021/7/8		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	26.2	2,223	2.36	2.67	2.90	11	10	9
000157.SZ	中联重科	CNY	8.53	708	1.16	1.34	1.48	7	6	6
000425.SZ	徐工机械	CNY	6.48	508	0.74	0.97	1.09	9	7	6
601100.SH	恒立液压	CNY	85.32	1,114	2.25	2.66	3.06	38	32	28
603338.SH	浙江鼎力	CNY	58.35	283	2.04	2.62	3.15	29	22	19
CAT.N	卡特彼勒	USD	213.52	7,557	9.76	11.91	13.81	22	18	15
6301.T	小松制作所	JPY	2714.5	1,546	112.43	177.31	224.51	24	15	12

数据来源: 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=6.48 人民币, 1 人民币=17.09 日元)

图 2: 2021 年 3 月超高销量预支后续需求, 4-6 月增速下滑系正常月度波动



数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

表 1: 21 年 1-5 月专项债累计发行仅占全年额度 32%, 下半年专项债发行有望提速 (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%
2021	3.65			1.17	32.05%

数据来源: 财政部, 东吴证券研究所

表 2: 工程机械代理商、主机厂宣布涨价, 盈利端改善或超预期

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)、安徽中建(徐工挖机代理)等	3 月	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		
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	钢材等原材料价格上涨、疫情对全球供应链体系的冲击
		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	
		06-16	挖掘机	小挖: +10%; 中挖+5%	
				5-10t: +10%; 11-22t: +5%	
三一重工	06-16	挖掘机			
徐工集团					
临工					
柳工					
代理商	合肥湘元 (三一重工代理商)	07-01	挖掘机	小挖: 1 万元; 中挖: 2 万元。	

数据来源: 各代理商、主机厂商官网, 东吴证券研究所整理

图 3: 2021 年初至今钢材价格涨幅由 45% 高点回落至 20%，Q3 主机厂利润率有望改善


数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2021 年 7 月 6 日)

表 3: 2019-2021 年挖机行业月度销量 yoy

月度 yoy	2019 年	2020 年	2021 年
1 月	10%	-15%	97%
2 月	69%	-51%	205%
3 月	16%	12%	60%
4 月	7%	60%	3%
5 月	-2%	68%	-14%
6 月	7%	63%	-6%
7 月	11%	55%	
8 月	20%	51%	
9 月	18%	65%	
10 月	12%	61%	
11 月	22%	67%	
12 月	26%	56%	

2021 年与 2019 年行业情况类似: Q1 超高增长预支 Q2 需求, 月度数据存在波动

下半年专项债发行加快、月度波动影响减弱, 行业增速有望反弹

数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

表 4: 仅当 7-12 月同比增速下滑至-35%以下, 2021 年挖机销量才会开始负增长

	2020	2021A/E		
1-6 月挖机销量 (台)	170425	223833		
1-6 月总销量 YoY	24%	31%		
7-12 月挖机销量 (台)	157180	157180	141462	102167
7-12 月 YoY	60%	0.00%	-10.00%	-35.00%
全年挖机销量	327605	381013	365295	326000
全年 YoY	39%	16%	12%	0%

数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所测算

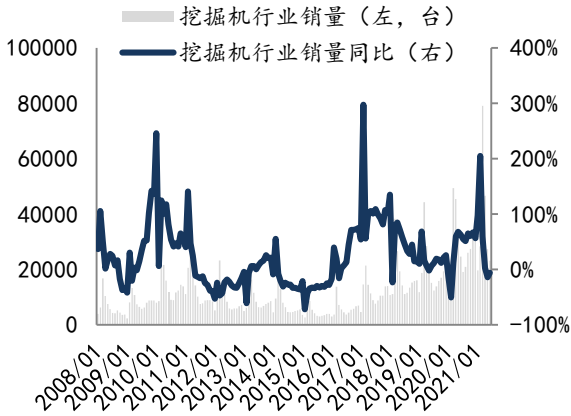
表 5: 按 7-12 月国内销量平均增速-15%、出口增速 80%, 测算全年行业增速 15%

	2020A	2021A/E
1-6 月总销量 YOY	24%	31%
国内 YOY	25%	24%
出口 YOY	18%	107%
7-12 月总销量 YOY	60%	-10%
		-3%
		4%
国内 YOY	63%	-20% (悲观预测)
		-15% (中性预测)
		-10% (乐观预测)
出口 YOY	42%	60% (悲观预测)
		80% (中性预测)
		100% (乐观预测)
全年总销量 YOY	39%	12% (悲观预测)
		15% (中性预测)
		18% (乐观预测)
国内 YOY	40%	4%
		6%
		8%
出口 YOY	31%	80%
		91%
		103%

数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所测算

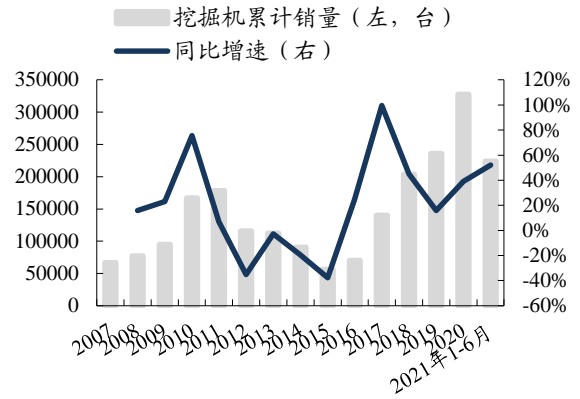
附录 2：行业数据跟踪

图 4：2021 年 6 月挖机销量 23,100 台，同比-6.2%



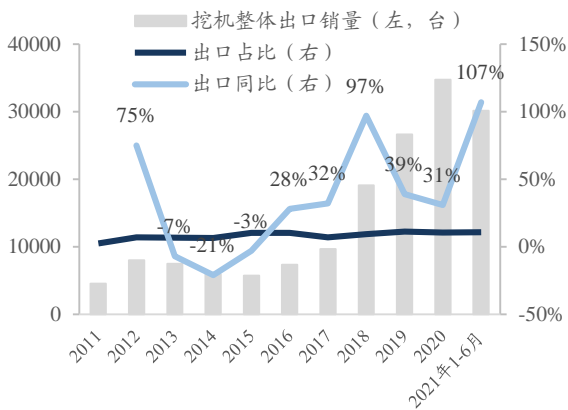
数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

图 5：2021 年 1-6 月合计销售挖机 223833 台，同比+31.3%



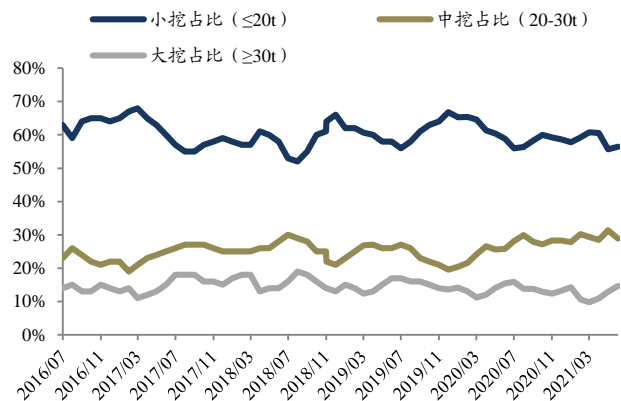
数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

图 6：2021 年 1-6 月挖机累计出口 23,998 台，同比+107.4%，出口占比 13.5%



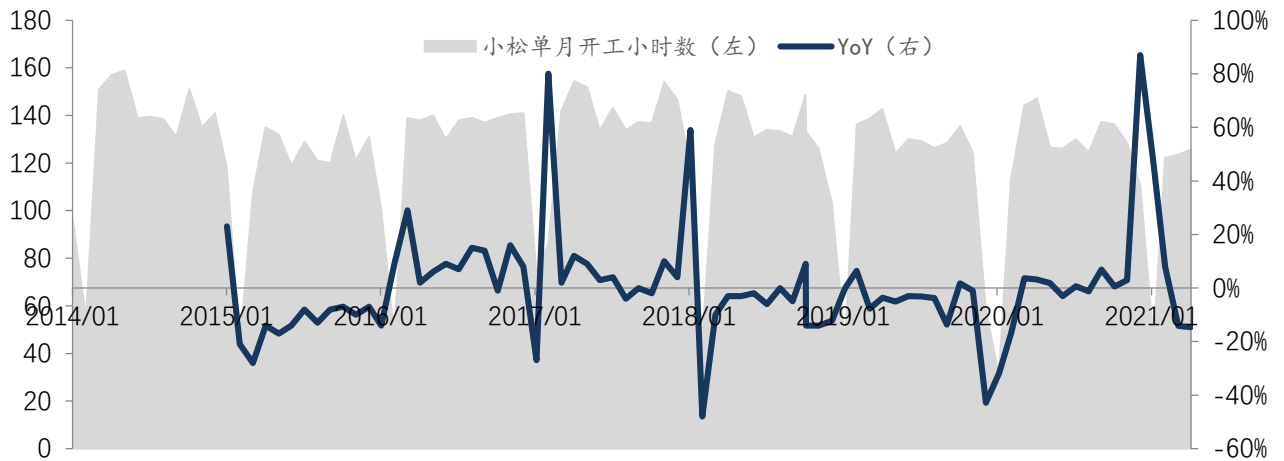
数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

图 7：2021 年 6 月国内小挖/中挖/大挖销量占比分别 56.4%/28.9%/14.7%，同比-25.1/-12.5/+25.5pct



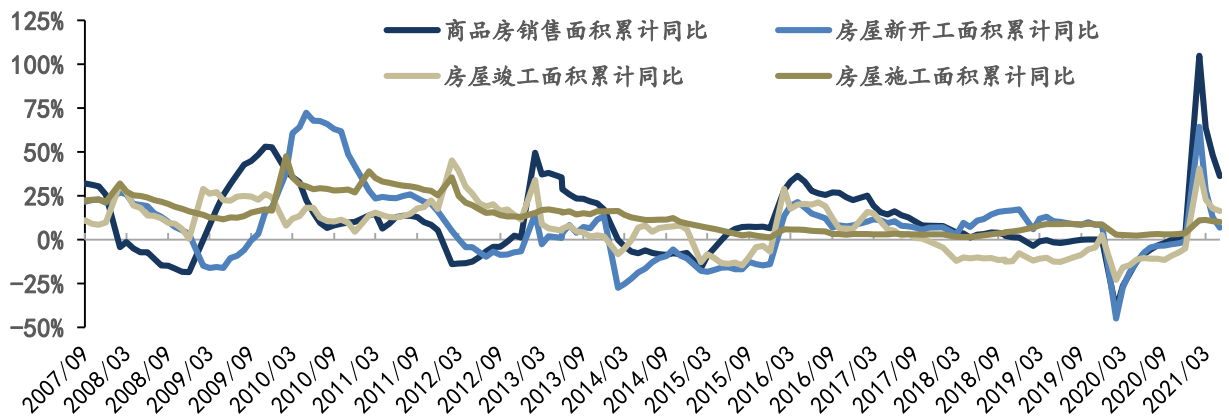
数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所
 （注：2020 年 6 月起协会小/中/大挖划分标准略有变动，微调为：小挖 ≤ 18.5t；大挖 ≥ 28.5t）

图 8：2021 年 5 月小松中国区挖机开工小时数为 125.7，同比-14.6%



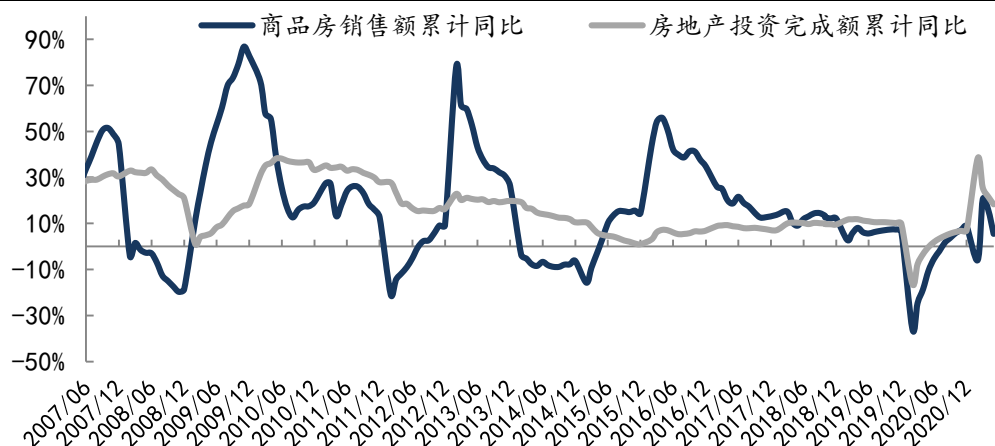
数据来源：小松官网，东吴证券研究所

图 9：2021 年 1-5 月新开工面积累计同比+6.9%，稳步提升



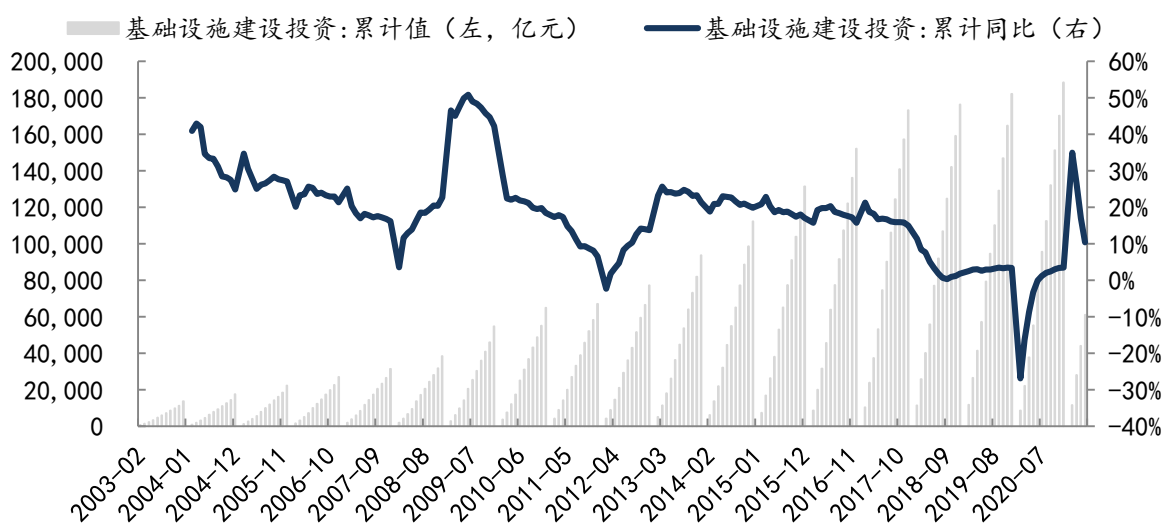
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 10: 2021 年 1-5 月房地产投资完成额累计同比+18.3%，恢复疫情前水平



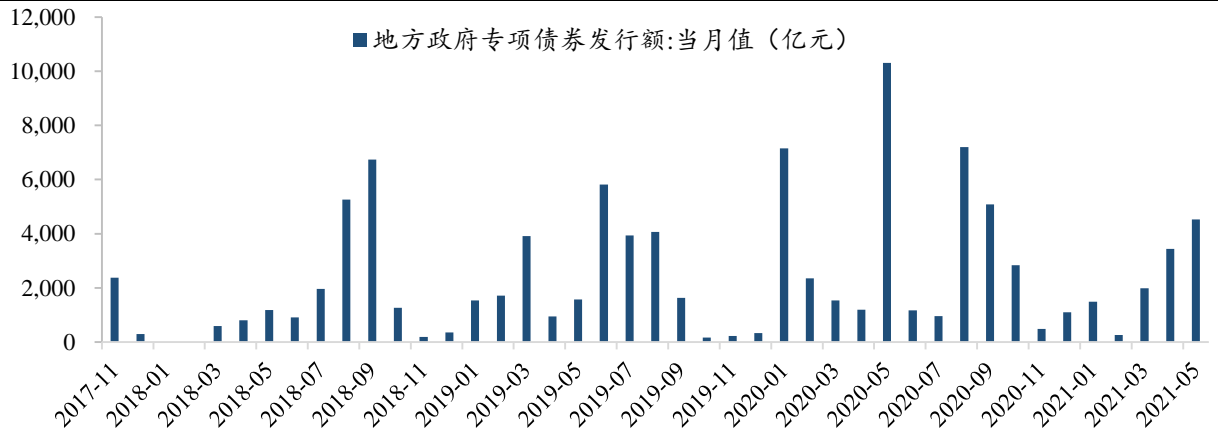
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 11: 2021 年 1-5 月累计基建投资 4.4 万亿，恢复疫情前水平，累计增速同比+10.4%



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 12: 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>

