

## 7月挖机销量同比-9%，不改下半年行业数据改善、估值修复趋势

增持（维持）

投资要点

### ■ 7月挖机销量同比-9%，略低于CME此前-3%预期

2021年7月挖机销量17345台，同比-9.2%，略低于此前CME同比-3%预期。其中国内销量12,329台，同比-24.1%；出口5,016台，同比+75.6%。2021年1-7月累计销售挖机241,178台，同比+27.2%；其中国内销售206,029台，同比+19.7%；出口35,149台，同比+102.1%，出口占比14.6%。7月行业海外市场复苏+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：7月小挖(0-18.5t)销量6813台，同比-25.0%；中挖(18.5-28.5t)销量3576台，同比-21.1%；大挖(>28.5t)销量1940台，同比-26.4%。7月国内小挖/中挖/大挖销量占比分别55.3%/29.0%/15.7%，同比-0.6%/+1.1/-0.5pct。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1-6月基建、地产投资恢复至疫情前水平，分别累计增长7.15%、15.0%。

### ■ 关注下半年行业基本面改善、估值修复趋势

**不改下半年行业边际改善趋势。**7月销量同比略低于此前CME-3%预期，但绝对值偏离较小，其中国内较预期少700台，出口少500台，合计少1200台，不改行业下半年基本面改善、估值修复趋势。**①政策端：**7月30日政治局要求合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量，形成实物投资“稳增长”，8月至12月还将有约2.6万亿元新增地方政府债券待发行。**②基本面：**项目资金到位推动开工率提升，2021年7月小松中国区挖机开工小时数为106.2，同比-15.8%，关注下半年行业月度数据改善、大挖复苏。**③估值：**2021年初至今，工程机械板块估值下滑幅度达44%，平均估值水平仅为11X，估值水平及变动排全行业倒数水平；此外，下半年专项债发行加快，利好市场基建预期，估值具备修复空间。

**我们维持全年挖机行业增速15%预判。**即使8-12月国内销量同比增速降至-20%至-10%，按出口销量同比增速60%-100%，我们测算2021年挖机总销量同比增速为12%-17%。若8-12月挖机总销量同比增速零增长，对应全年挖机增速16%；仅当8-12月销量同比增速下滑至-37%以下，全年挖机销量才会开始负增长。

### ■ 长期看，我国工程机械行业增长、人工替代趋势具有确定性

欧美国家基建成熟，但挖机年销量保持稳中有升；相对而言，我国基建、机器人需求潜力巨大。2020年我国6t以下微挖占挖机销量比例仅30%，远低于欧美60%以上水平，未来5-10年我国步入人口老龄化社会，建筑工人招工难、农村劳动力流失矛盾加剧，小型挖机替代人工成为行业最核心、最长期的逻辑。

### ■ 投资建议

**重点关注低周期波动中强阿尔法：【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】**起重机械+混凝土机械后周期龙头，新兴战略业务贡献新增长极。**【徐工机械】**汽车起重机龙头，混改有望大幅释放业绩弹性。**【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。

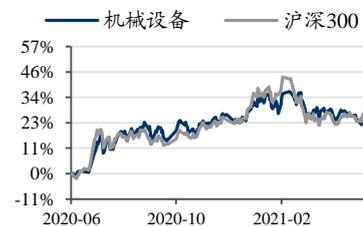
2021年08月07日

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、《工程机械板块观点更新：月度数据呈改善趋势，估值底部修复回升》2021-07-28
- 2、《6月挖机销量同比-6%略超预期，行业同比降幅缩窄》2021-07-07
- 3、《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
- 4、《工程机械全线提价在即，龙头成本转移能力或被低估》2021-05-17
- 5、《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

附录 1: 点评相关图表

表 1: 可比公司估值表

2021/8/7		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	29.95	2,543	2.36	2.67	2.90	13	11	10
601100.SH	恒立液压	CNY	111.98	1,462	2.30	2.76	3.15	49	41	36
000157.SZ	中联重科	CNY	8.55	705	1.16	1.34	1.48	7	6	6
000425.SZ	徐工机械	CNY	6.5	509	0.74	0.97	1.09	9	7	6
603638.SH	艾迪精密	CNY	41.75	351	0.91	1.22	1.55	46	34	27
603338.SH	浙江鼎力	CNY	61.18	297	2.04	2.62	3.15	30	23	19
CAT.N	卡特彼勒	USD	208.35	7,371	9.76	11.91	13.81	21	17	15
6301.T	小松制作所	JPY	2747.5	1,574	112.43	177.31	224.51	24	15	12

数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

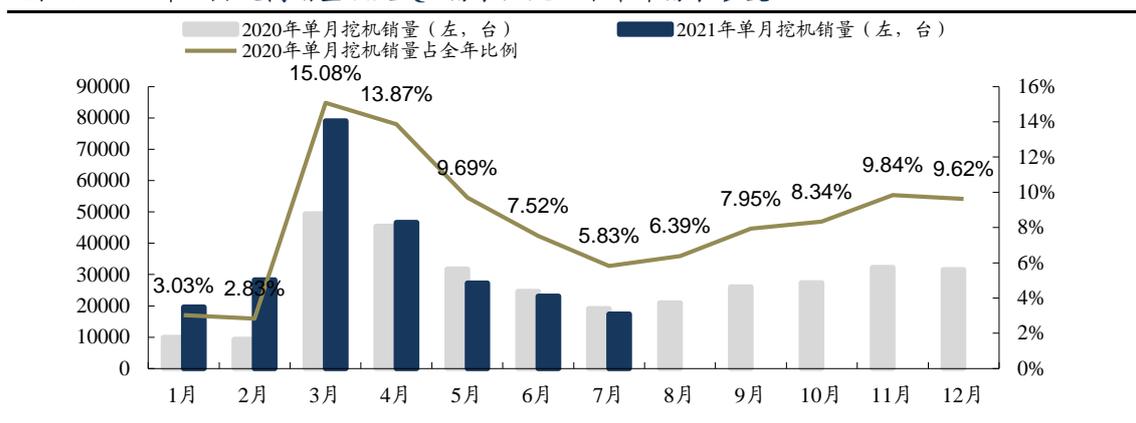
(注: 三一重工、恒立液压、中联重科、浙江鼎力为东吴预测, 徐工机械为 Wind 一致预测, 卡特彼勒、小松制作所为 Bloomberg 一致预测。收盘价为当地货币; 市值为人民币, 汇率取当日中间价: 1 美元=6.43 人民币, 1 人民币=16.95 日元)

表 2: 2019-2021 年国内挖掘机行业销量月度数据

日期	挖机 总销量(台)	挖机 总销量yoy (%)	国内 销量(台)	国内 销量yoy (%)	出口 销量(台)	出口 销量yoy (%)	累计 总销量(台)	累计 总销量yoy (%)
2019-1	11756	10.0%	10142	6.2%	1614	42.0%	11756	10.0%
2019-2	18745	68.7%	17286	77.7%	1459	5.2%	30501	39.9%
2019-3	44278	15.7%	41901	14.3%	2377	47.9%	74779	24.5%
2019-4	28410	7.0%	26373	5.3%	2037	34.2%	103189	19.1%
2019-5	18897	-2.2%	16744	-5.9%	2153	41.4%	122086	15.2%
2019-6	15121	6.6%	12426	-0.3%	2695	56.4%	137207	14.2%
2019-7	12346	11.0%	10190	9.1%	2156	20.7%	149553	13.9%
2019-8	13843	19.5%	11566	14.4%	2277	53.6%	163396	14.4%
2019-9	15799	17.8%	13182	12.5%	2617	54.9%	179195	14.7%
2019-10	17027	11.5%	14870	10.2%	2157	21.0%	196222	14.4%
2019-11	19316	21.7%	17159	21.2%	2157	25.6%	215538	15.0%
2019-12	20155	25.8%	17238	20.7%	2917	66.8%	235693	15.9%
2020-1	9942	-15.4%	7758	-23.5%	2184	35.3%	9942	-15.4%
2020-2	9280	-50.5%	6909	-60.0%	2371	62.5%	19222	-37.0%
2020-3	49408	11.6%	46610	11.2%	2798	17.7%	68630	-8.2%
2020-4	45426	59.9%	43371	64.5%	2055	0.9%	114056	10.5%
2020-5	31744	68.0%	29521	76.3%	2223	3.3%	145800	19.4%
2020-6	24625	62.9%	21724	74.8%	2901	7.6%	170425	24.2%
2020-7	19110	54.8%	16253	59.5%	2857	32.5%	189535	26.7%
2020-8	20939	51.3%	18076	56.3%	2863	25.7%	210474	28.8%
2020-9	26034	64.8%	22598	71.4%	3436	31.3%	236508	32.0%
2020-10	27331	60.5%	23892	60.7%	3439	59.4%	263839	34.5%
2020-11	32236	66.9%	28833	68.0%	3403	57.8%	296075	37.4%
2020-12	31530	56.4%	27319	58.5%	4211	44.4%	327605	39.0%
2021-1	19601	97.2%	16026	106.6%	3575	63.7%	19601	97.2%
2021-2	28305	205.0%	24562	255.5%	3743	57.9%	47906	149.2%
2021-3	79035	60.0%	72977	56.6%	6058	116.5%	126941	85.0%
2021-4	46572	2.5%	41100	-5.2%	5472	166.3%	173513	52.1%
2021-5	27220	-14.3%	22070	-25.2%	5150	131.7%	200733	37.7%
2021-6	23100	-6.2%	16965	-21.9%	6135	111.5%	223833	31.3%
2021-7	17345	-9.2%	12329	-24.1%	5016	75.6%	241178	27.2%

数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图 1: 2021 年 3 月超高销量预支 Q2 需求, 关注下半年需求修复



数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

表 3: 21 年 1-6 月专项债累计发行仅占全年额度 47%, 下半年发行有望提速 (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%	1.55	72.09%
2020	3.75	4.14	110%	2.37	63.20%
<b>2021</b>	<b>3.65</b>			<b>1.73</b>	<b>47.40%</b>

数据来源: 财政部, 东吴证券研究所

表 4: 仅当 7-12 月同比增速下滑至-37%以下, 2021 年挖机销量才会开始负增长

	2020	2021 A/E		
1-7 月挖机销量 (台)	189535	241178		
1-7 月总销量 YoY	27%	27%		
8-12 月挖机销量 (台)	138070	138070	124263	86984
8-12 月总销量 YoY	60%	0.00%	-10.00%	-37.00%
全年挖机销量	327605	379248	365441	328162
全年 YoY	39%	16%	12%	0%

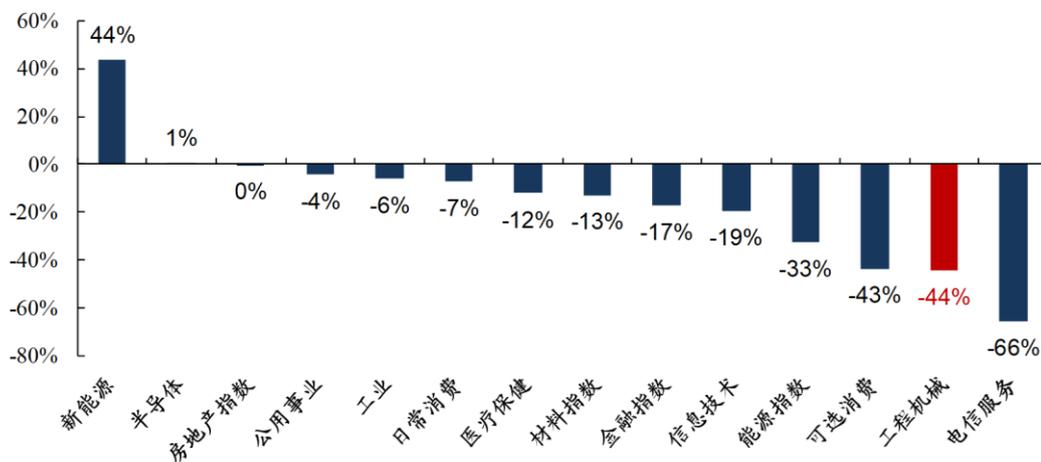
数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

表 5: 按 8-12 月国内销量平均增速-15%、出口增速 80%，我们测算全年行业增速 14%

	2020	2021A/E
<b>1-7 月总销量 YoY</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>
国内 YOY	28%	20%
出口 YOY	20%	102%
<b>8-12 月总销量 YoY</b>	<b>60%</b>	<b>-10%</b>
		<b>-3%</b>
		<b>4%</b>
国内 YOY	63%	-20% (悲观预测)
		-15% (中性预测)
		-10% (乐观预测)
出口 YOY	43%	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>	<b>12% (悲观预测)</b>
		<b>14% (中性预测)</b>
		<b>17% (乐观预测)</b>
国内 YOY	40%	3%
		5%
		7%
出口 YOY	31%	81%
		91%
		101%

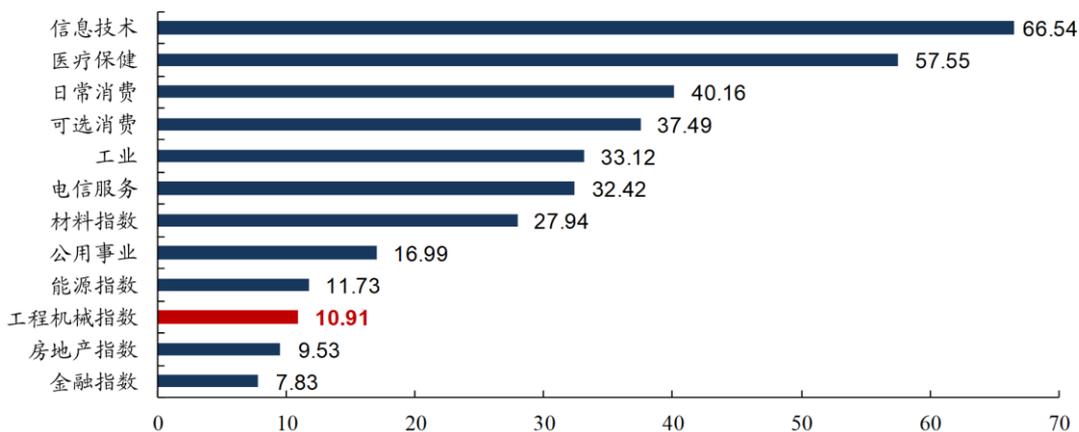
数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所测算

图 2：2021 年初以来工程机械板块估值回落至低位，具备上行修复动力（截至 2021 年 8 月 7 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

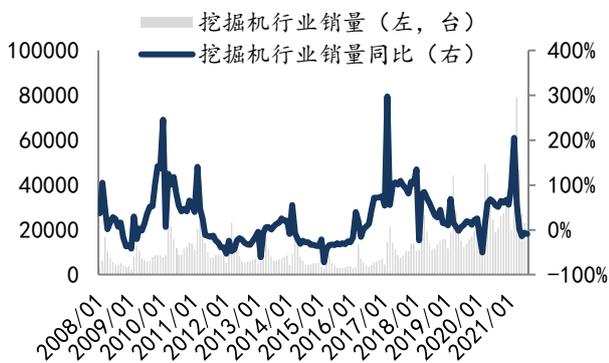
图 3：A 股个板块 P/E 对比（截至 2021 年 8 月 7 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

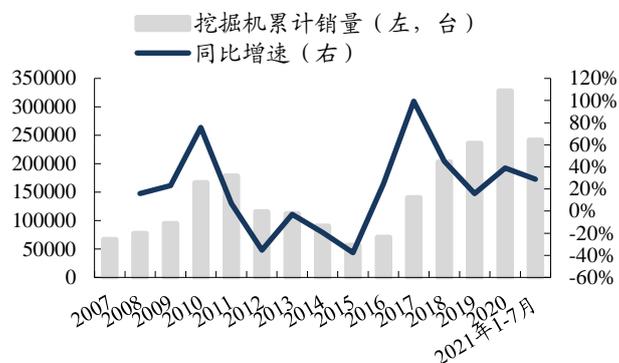
附录 2：行业数据跟踪

图 4：2021 年 7 月挖掘机销量 17345 台，同比-9.2%



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 1-7 月合计销售挖机 241,178 台，同比+27.2%



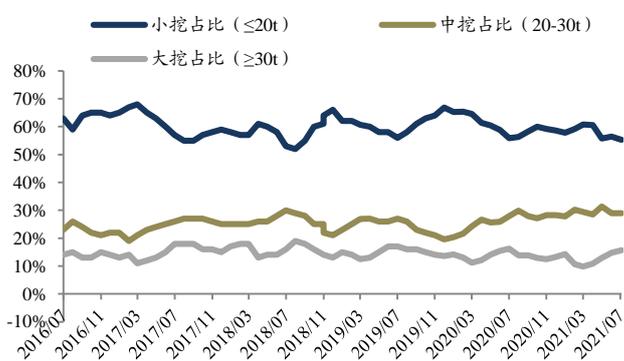
数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

图 6：2021 年 1-7 月挖机累计出口 30133 台，同比+107%，出口占比 10.9%



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

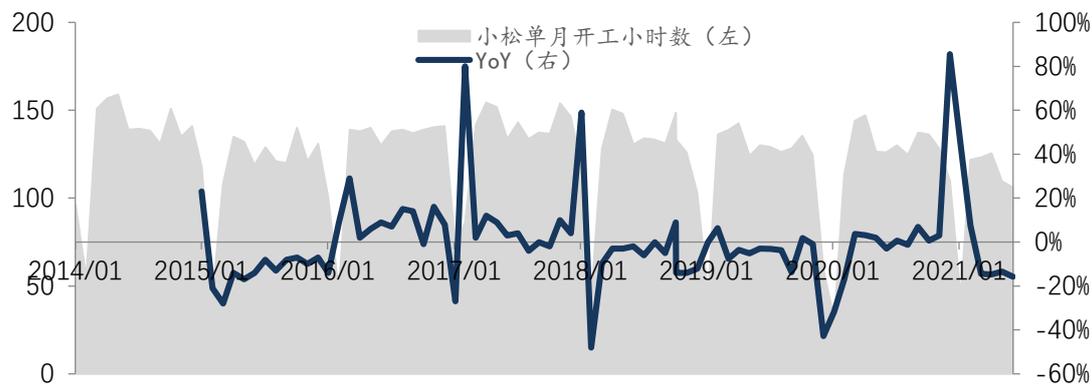
图 7：2021 年 7 月国内小挖/中挖/大挖销量占比分别 55.3%/29.0%/15.7%，同比-0.6/+1.1/-0.5pct



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

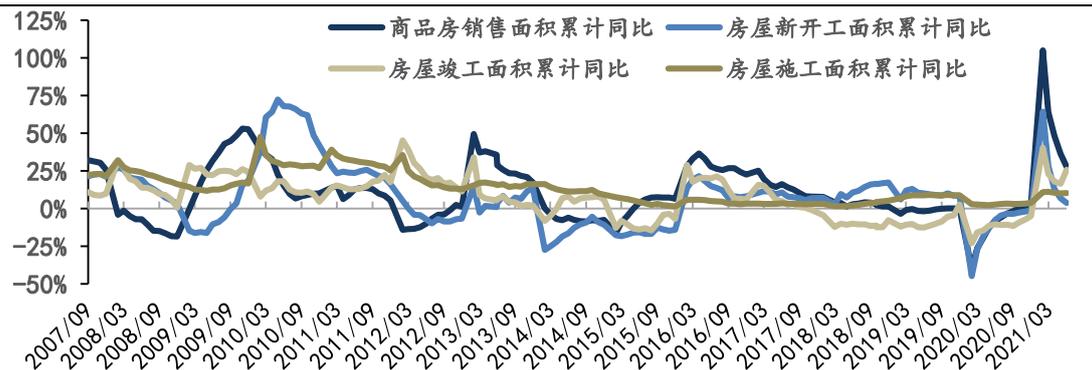
（注：2020 年 6 月起协会小/中/大挖划分标准略有变动，微调为：小挖 ≤ 18.5t；大挖 ≥ 28.5t）

图 8：2021 年 7 月小松中国区挖机开工小时数为 106.2，同比-15.8%



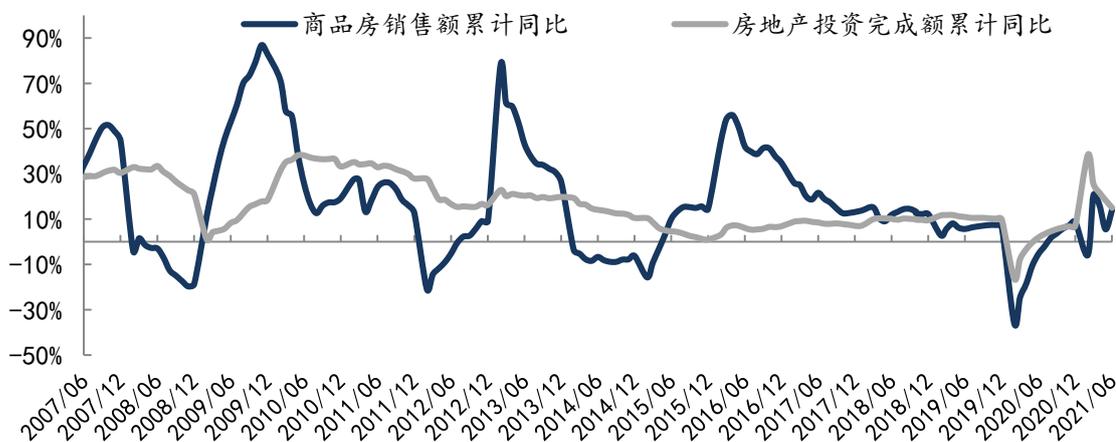
数据来源：小松官网，东吴证券研究所

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 1-6 月房地产投资完成额累计同比+15.0%，恢复疫情前水平



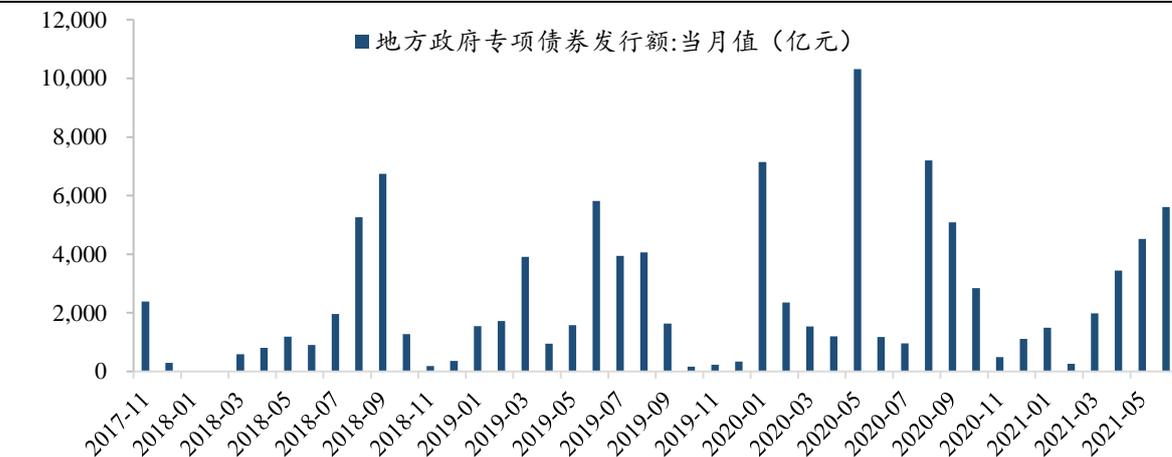
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 11: 2021 年 1-6 月累计基建投资 8.5 万亿，恢复疫情前水平，累计增速同比+7.15%



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 12: 2021 年 1-6 月全国各地发行新增专项债券 17309 亿元，同比-27.05%，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>