

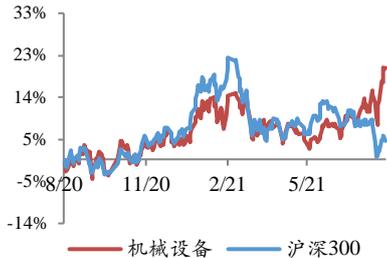
行业淡季已过，看好 Q3 工程机械板块性行情

——2021 年 7 月份挖机销量点评

行业评级：增持

报告日期：2021-08-08

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

邮箱：guoqq@hazq.com

相关报告

1. 2021 年下半年投资策略：执牛耳者，何惧风波 2021-05-12
2. 量价齐升，工程机械行业景气度仍较高 2021-03-11
3. 年度策略报告-从底层逻辑把握制造业投资机会 2020-11-26

主要观点：

- **事件：**根据中国工程机械工业协会统计，2021 年 7 月挖机销量 17345 台，同比下滑 9.24%；其中国内 12329 台，同比下滑 24.14%；出口 5016 台，同比增长 75.57%。2021 年 1-7 月，挖机合计销量 241178 台，同比增长 27.25%；其中国内 206029 台，同比增长 19.7%；出口 35149 台，同比增长 102.1%。
- **核心观点：**7 月销量增速基本符合预期（市场预期-10%~0%）。回顾上半年，行业增速 31%，表现好于年初预期（10%-15%），Q1/Q2 增速分别是 85%、-5%，季度增速波动较大，进而影响市场预期，导致估值下杀，股价回落幅度较大，而季度增速波动大，我们认为主要有三点原因：①专项债发行节奏迟缓，资金未能及时到位，项目开工率不足；②原材料涨价，一方面挤压了工程机械制造商的盈利能力，另一方面，降低了下游项目开工意愿，尤其是钢材占比较高的项目；③去年疫情导致的基数原因，叠加今年就地过年造成的旺季提前，导致 Q1 超卖，Q2 消化前期过热。展望下半年，730 政治局会议明确表态：①加快推进“十四五”规划重大工程项目建设，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；②大宗商品保供稳价，我们判断 Q3 专项债将迎来发行高峰期，同时原材料价格将稳中有降，需求、成本两端压力同时释放，9 月份有望迎来行业销量增速拐点。股价领先于基本面提前反应，目前龙头企业估值处于低位，建议底部配置。
- **行业处于传统淡季，出口保持高增长。**7 月，工程机械行业受高温、极端天气等影响是传统淡季，挖机销量增速同比下滑 9.24%，基本符合市场预期（-10%~0%）。
分吨位来看，中挖累计增速保持领先，大挖月度增速降幅有望率先收窄。7 月，国内大/中/小挖销量分别为 1940/3576/6813 台，同比增速分别为-26.43%/-21.06%/-25.02%，1-7 月，国内大/中/小挖累计销量分别为 23853/60434/121742 台，同比增速分别为 5.66%/38.05%/15.07%，中挖增速保持领先。我们预计，Q3 大挖增速有望逐步收窄，甚至回正，一方面系上半年因为安全生产，环保督察等因素，矿山项目开工不及预期，7 月 1 号后，北方矿山复工较多，根据发改委网站统计，内蒙古 38 处矿山完成用地手续批复全部复产，北方多省市 15 座联合试运转矿山获延期许可全部复产；另一方面，大宗商品价格处于较高水平，采矿业盈利水平提高，有望扩大资本开支。
分市场来看，出口保持高增长，销量占比达 14.6%。7 月，挖机出口 5016 台，同比增长 75.57%，占总销量比重 28.9%，1-7 月，挖机累计出口 35149 台，同比增长 102.1%，占总销量比重 14.6%。今年以来，出口保持高增长，海外市场空间进一步打开，国产品牌全球化进程加

速，我们认为随着出口占比提升，行业受制于国内宏观环境波动的相关性将有望下降。

- **资金延迟到位、开工不及预期是影响 Q2 设备需求的短期因素，政策催化下，Q3 有望改善。**①**从投资角度看：**1-6 月，固定资产投资完成额累计同比增速 12.6%，其中基建、房地产、采矿业分别为 7.2%、15.0%、11.5%，整体投资规模恢复至疫情前水平，但从月度增速来看，呈现前高后低的趋势，Q2 以来增速回落明显。②**从专项债发行角度看：**3-7 月，地方政府新增专项债发行额分别为 264、2056、3520、4304、3404 亿元，合计 13547 亿，占全年发行限额 3.65 万亿的 37%，上半年发行节奏较为迟缓，项目资金到位有所延后，预计 8-10 月将迎来发行高峰，月均新增规模估计超过 7000 亿元。③**从开工率角度看：**4-7 月，小松月度开工小时数分别为 123.2、125.5、109.5、106.2 小时，分别同比下滑 14.4%、14.7%、13.4%、15.8%，资金未及时到位，同时上半年钢材等大宗原材料价格上涨导致工地项目开工意愿不强，项目开工率明显回落，影响设备需求。我们认为，受政策催化，未来资金与开工率等短期因素将明显改善。730 中央政治局会议提出，在需求端要加快推进“十四五”规划重大工程项目建设，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；在成本端统筹有序做好大宗商品的保供稳价。7 月中下旬以来，多地重大项目进入密集开工期，随着资金、开工等因素的边际改善，基建投资将持续发力，工程机械行业将迎来“金九银十”小旺季。
- **龙头公司出口超预期，产品推陈出新，竞争力持续增强。**以三一为例，根据三一官微披露，从销量角度看，今年上半年三一挖机海外销售破万台，追平 2020 年，三一在全年销量翻倍的基础上进一步调高预期，下半年表现预计优于上半年；从销售额角度看，上半年海外挖机销售额突破 50 亿元，同比增长 145%。三一践行全球化战略，海外整体市占率不断提升，挖机、履带吊、宽体车分别提升 2.2pct、23.7pct、10.4pct。新产品方面，2020 年推出的国际化产品达 51 款，同比提升 24%，今年预计在电动化产品上有所突破，国内海外两大市场同时推进，竞争实力增强。
- **行业最差时点已过，预计 9 月份迎来拐点。**通过复盘，我们认为当前时点可以一定程度类比 2019 年，从季度增速来看，2019 年 Q1-Q4 分别为 24.5%、3.9%、16.3%、19.8%，Q1 过热，Q2 消化前期过热，Q3 受《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》政策催化，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，扩大专项债适用范围，缓解地方政府资金压力，行业增速快速回升。类比 2021 年，Q1-Q2 增速分别为 85.0%、-4.8%，Q2 消化 Q1 过热行情表现不佳，Q3 在政治局会议表态下，从需求端催开工，从成本端保供稳价，边际有望改善。我们判断，9 月份预计为行业基本面拐点，行业增速有望回正。鉴于 7 月份北方矿山进入复工期，从分吨位增速来看，我们预计中、大挖增速表现将优于小挖。

● 投资建议

工程机械行业步入理性发展阶段，尽管上半年股价回调较多，但是龙头企业竞争力越来越强是市场共识，我们认为 Q3 行业催化剂较多，将出现预期修复的行情，相关主机厂及零部件配套企业有望充分受益，推荐关注：**三一重工**（新产品不断证明产品力，竞争优势突出）、**恒立液压**（液压件龙头，稀缺性+成长性标的）、**中联重科**（后周期产品优势充分发挥，业绩确定性强）、**徐工机械**（混改进入倒计时，提质增效，起重机行业景气度高）、**建设机械**（塔机租赁龙头，顺周期扩规模，优势明显）、**浙江鼎力**（高空作业平台龙头，新产能将释放，业绩弹性大）、**艾迪精密**（破碎锤龙头，顺周期扩产能，享受行业红利）、**安徽合力**、**杭叉集团**（叉车两大巨头）等整机和核心零部件龙头企业。

● 风险提示

市场竞争加剧，价格持续下降，龙头企业盈利能力下降；基建、地产投资增速大幅下滑；海外市场拓展不及预期。

● 重点公司盈利预测与评级（20210806）：

公司	EPS (元)			PE			评级
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
三一重工	1.82	2.31	2.77	16.46	12.97	10.81	买入
徐工机械	0.45	0.71	0.84	14.44	9.14	7.75	—
中联重科	0.84	1.16	1.34	10.18	7.37	6.38	买入
建设机械	0.60	0.82	1.09	19.40	14.21	10.70	—
恒立液压	1.73	2.14	2.55	64.73	52.33	43.91	买入
浙江鼎力	1.37	2.15	2.95	44.66	28.46	20.74	增持
艾迪精密	0.86	1.13	1.46	48.55	36.95	28.60	买入
安徽合力	0.99	1.18	1.36	10.85	9.10	7.90	—
杭叉集团	0.97	1.19	1.40	17.97	14.65	12.49	—

资料来源：wind，华安证券研究所

备注：除三一重工、中联重科、浙江鼎力、恒立液压、艾迪精密外，其他公司预测使用 wind 一致预期

图表 1 2021 年 7 月月度销量 17345 台，同比-9.24%



资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

图表 2 2021M1-7 累计销量增速为 27.25%



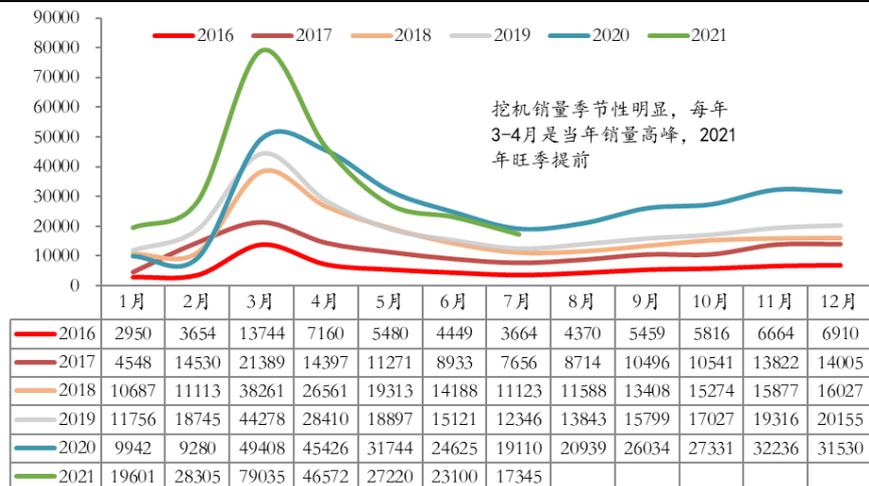
资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

图表 3 2015-2021 年各年 1-7 月累计销量



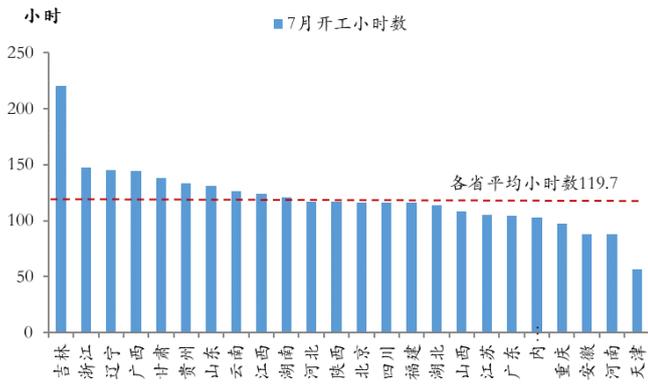
资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

图表 4 分月销量来看，2021 年 1-3 月份明显高于以往



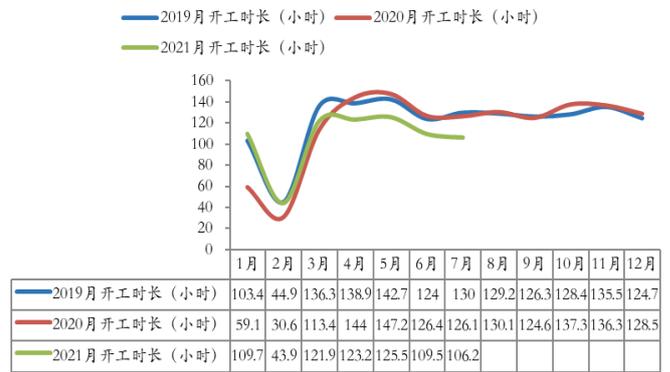
资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

图表5 2021年7月各省份开工小时数



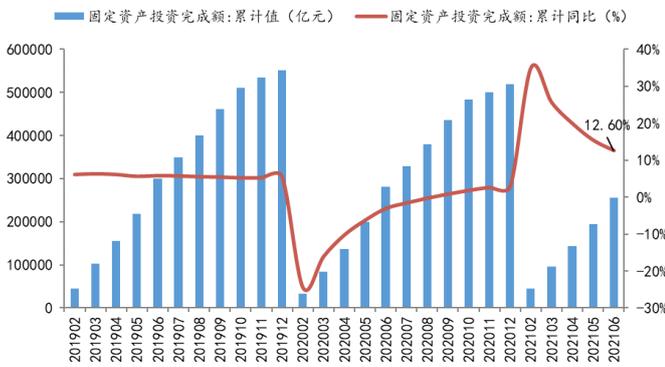
资料来源：铁甲网，华安证券研究所

图表6 小松中国区开工小时数



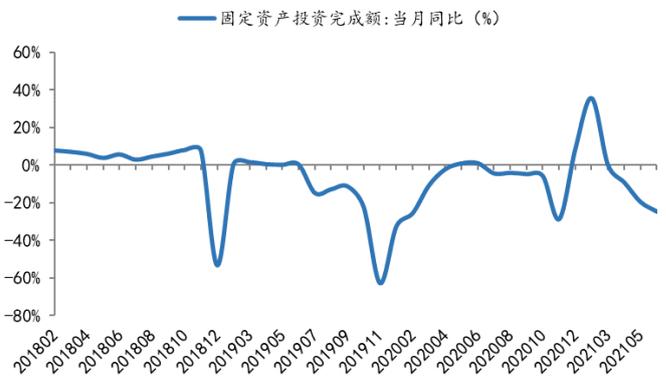
资料来源：小松官网，华安证券研究所

图表7 21M1-6 固定资产投资累计同比12.6%



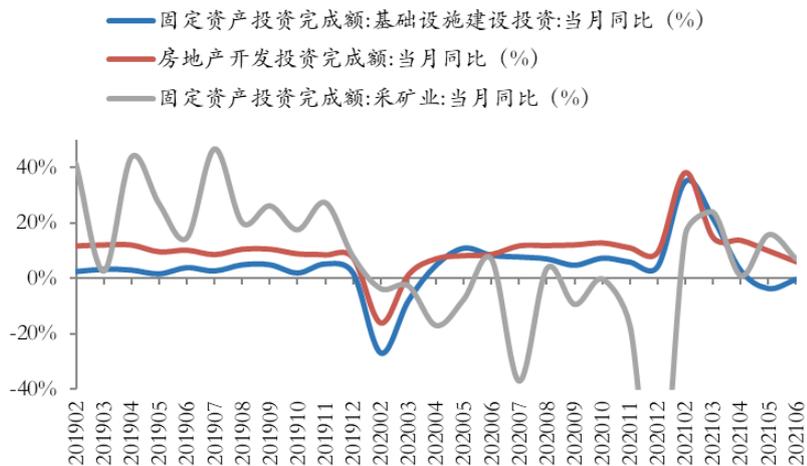
资料来源：wind，华安证券研究所

图表8 固定资产投资完成额当月同比增速下滑



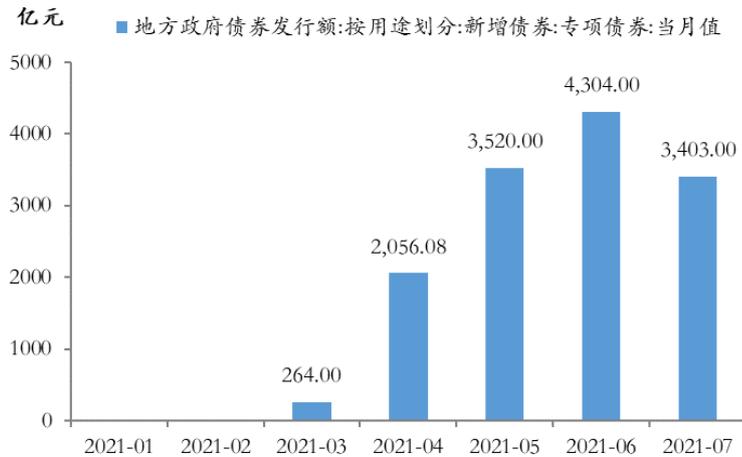
资料来源：wind，华安证券研究所

图表9 基建、房地产、采矿业投资完成额当月同比增速



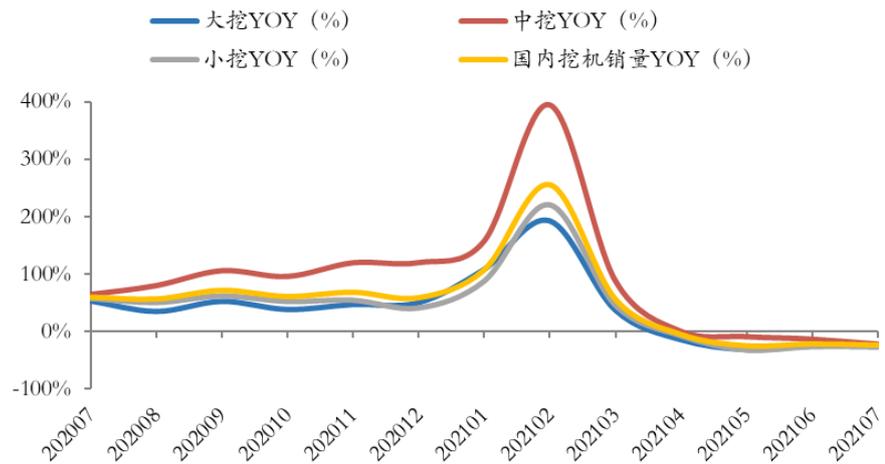
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 2021M1-7 地方政府债新增专项债发行额



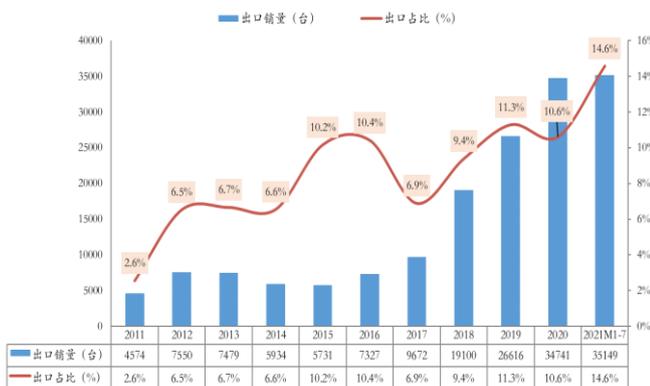
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 分吨位来看, 中挖增速保持领先

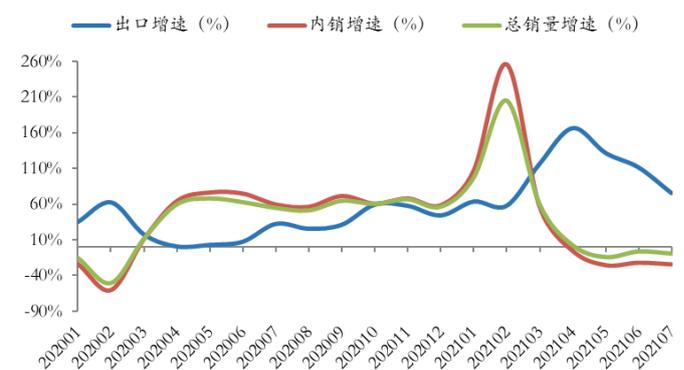


资料来源: CCMA 挖掘机分会, 华安证券研究所

图表 12 2021 年 1-7 月累计出口占比 14.6%



图表 13 海外市场复苏, 出口增速反超内销增速



资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

图表 14 2020M1-7 国内月度销量分吨位及增速

	大挖销量 (≥ 28.5t, 台)	大挖YOY (%)	中挖销量 (18.5~28.5t, 台)	中挖YOY (%)	小挖销量 (<18.5t, 台)	小挖YOY (%)
202101	2292	108.2%	4463	157.5%	9271	88.3%
202102	2609	193.1%	7422	394.8%	14531	221.6%
202103	7182	37.7%	21427	89.8%	44368	47.4%
202104	4496	-14.1%	11703	1.3%	24901	-6.3%
202105	2841	-31.5%	6935	-8.2%	12294	-31.0%
202106	2493	-25.5%	4908	-12.5%	9564	-25.1%
202107	1940	-26.4%	3576	-21.1%	6813	-25.0%

资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所

图表 15 挖机销量月度敏感性分析

	合计	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
行业销量占比 十年平均	100%	4.7%	7.7%	19.4%	13.2%	8.9%	6.8%	5.3%	5.5%	6.3%	6.7%	7.6%	7.7%	
2020	327605	9942	9280	49408	45426	31744	24625	19110	20939	26034	27331	32236	31530	
2021	241178	19601	28305	79035	46572	27220	23100	17345	2021年淡旺季错配，需求整体前移，1-3月真实销量高，4-6月略低					
真实同比增速 (%)	——	97.2%	205.0%	60.0%	2.5%	-14.3%	-6.2%	-9.2%						
2021E	假设10%增长	360366	17029	27849	70037	47462	32096	24649	19135	19968	22829	24195	27255	27861
	yoy (%)	10.0%	71.3%	200.1%	41.8%	4.5%	1.1%	0.1%	0.1%	-4.6%	-12.3%	-11.5%	-15.5%	-11.6%
	假设15%增长	376746	17803	29115	73220	49620	33554	25769	20005	20876	23866	25295	28494	29128
	yoy (%)	15.0%	79.1%	213.7%	48.2%	9.2%	5.7%	4.6%	4.7%	-0.3%	-8.3%	-7.4%	-11.6%	-7.6%
假设全年40万台	400000	18902	30912	77740	52682	35626	27360	21240	22165	25339	26856	30253	30926	
yoy (%)	22.1%	90.1%	233.1%	57.3%	16.0%	12.2%	11.1%	11.1%	5.9%	-2.7%	-1.7%	-6.2%	-1.9%	

备注：2021M1-7销量合计241178，如果按照前7月占全年平均66%来看，全年销量有望达到241178/66%=364784，增速处于10%-15%区间。

资料来源：CCMA 挖掘机分会，华安证券研究所测算

分析师与研究助理简介

分析师：郭倩倩：金融学硕士，曾就职于南华基金、方正证券新财富团队，善于从买方投资角度做卖方研究，深入细致，紧密跟踪机械大白马标的，重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018 年水晶球第一名核心成员。执业证书编号：S0010520080005。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。