

# 9月挖机销量同比-23%，Q4旺季启动需求有望改善

增持（维持）

## 投资要点

### ■ 9月挖机销量同比-23%，略高于CME此前-25%预期

2021年9月挖机销量200,85台，同比-22.9%，略高于此前CME同比-25%预期。其中国内销量13,934台，同比-38.3%；出口6,151台，同比+79.0%，好于CME此前预期+46%。2021年1-9月累计销售挖机279,338台，同比+18.1%；其中国内销售232,312台，同比+9.2%；出口47,026台，同比+98.5%，出口占比16.8%。海外市场复苏、国产品牌全球化驱动下，出口继续保持高速增长。

### ■ 小挖需求环比复苏，关注后续大挖改善趋势

国内市场分吨位来看：9月小挖(0-18.5t)销量8,448台，同比-35.8%，环比+25.4%；中挖(18.5-28.5t)销量3,498台，同比-44.6%，环比-4.7%；大挖(>28.5t)销量1,988台，同比-36.3%，环比+2.3%转正。9月国内小挖/中挖/大挖销量占比分别60.6%/25.1%/14.7%，同比+2.3/-2.8/+0.5pct。2021年1-8月基建、地产投资恢复至疫情前水平，分别累计同比增长2.6%、10.9%。当前国内能源供给形势严峻，内蒙古、山西、陕西三大煤炭主产地均出台保供政策，增产势头明显，关注后续大挖需求改善趋势。

### ■ 传统施工旺季叠加基建发力，Q4行业需求有望复苏

Q4为行业传统施工旺季，9月上游核心零部件厂商实际产量高于月初排产，9月底起需求环比上行。从政策端看，910国常会再提跨周期调节，要求发挥地方政府专项债作用，带动扩大有效投资。2021年1-9月新增专项债发行额占全年发行目标64.9%，待发行额度1.28万亿元有望在年底发完。专项债发行传导至基建项目集中落地，Q4行业需求有望呈现复苏。

### ■ 月度数据波动较大，但全年看行业周期属性在弱化

去年以来受疫情影响，行业月度销售数据波动较大，但全年看行业周期波动弱化得到初步验证，并有望在高基数下实现两位数增长。按今年10-12月国内挖机销量下滑20%，出口增长80%，全年行业增速仍有11%。按今年Q4挖机销量同比-10%，则对应全年增速10%。

相较上一轮周期（2011年），国内小挖(<20T)占比已由30%提升至今年60%，出口占比由6%提升至20%。吨位小型化+出口高速增长，销售结构已发生明显变化。明年行业有望同比个位数波动，维持高位震荡态势。

## 投资建议

**重点推荐：【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，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+非标放量赋力穿越周期。

**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10月13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、《8月挖机销量同比-14%，行业数据迎回暖趋势》2021-09-09
- 2、《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》2021-08-08
- 3、《6月挖机销量同比-6%，行业同比降幅缩窄》2021-07-07

## 附录 1: 点评相关图表

表 1: 可比公司估值表 (截至 2021 年 10 月 13 日)

工程机械板块估值表【东吴机械】										
2021/10/13		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	25.43	2,160	2.09	2.42	2.59	12	11	10
601100.SH	恒立液压	CNY	84.97	1,109	2.10	2.68	3.48	40	32	24
000157.SZ	中联重科	CNY	7.97	651	1.03	1.33	1.47	8	6	5
000425.SZ	徐工机械	CNY	6.37	499	0.76	1.02	1.18	8	6	5
603638.SH	艾迪精密	CNY	36.88	310	0.89	1.17	1.55	41	32	24
603338.SH	浙江鼎力	CNY	72.74	353	2.04	2.62	3.15	36	28	23
CAT.N	卡特彼勒	USD	189.92	6,701	9.76	11.91	13.81	19	16	14
6301.T	小松制作所	JPY	2691	1,490	112.43	177.31	224.51	24	15	12

数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

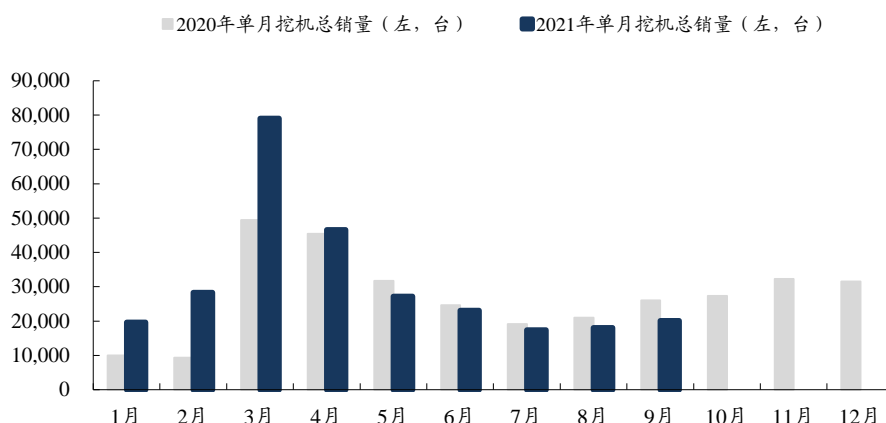
(注: 三一重工、恒立液压、中联重科、浙江鼎力、徐工机械为东吴预测, 卡特彼勒、小松制作所为 Bloomberg 一致预测。收盘价为当地货币; 市值为人民币, 汇率取当日中间价: 1 美元=6.45 人民币, 1 人民币=17.60 日元)

表 2: 2019-2021 年国内挖掘机行业销量月度数据表

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%
2021-8	18075	-13.7%	12349	-31.7%	5726	100.0%	259253	23.2%
2021-9	20085	-22.9%	13934	-38.3%	6151	79.0%	279338	18.1%

数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图 1: 2021Q2-Q3 消化过高需求, 关注行业后续需求修复



数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

表 3: 2021 年专项债待发行额度还余 1.28 万亿元, 有望在年底前发行完毕

	新增专项债额度 (万亿元)	实际全年发行 (万亿元)	全年实际发行额 占目标发行额比例	1-9 月累计发行额 (万亿元)	1-9 月发行额 占当年额度
2019	2.15	2.15	100%	2.01	93.5%
2020	3.75	3.60	96%	2.90	77.3%
<b>2021</b>	<b>3.65</b>			<b>2.37</b>	<b>64.9%</b>

数据来源: 财政部, 东吴证券研究所

表 4: 按 Q4 挖机销量同比-10%中性预计, 我们测算全年增速 10%

	2020	2021 A/E	
1-9 月挖机销量 (台)	236,508	279,338	
1-9 月总销量 YoY	32%	18%	
10-12 月挖机销量 (台)	91,097	91,097	81,987
10-12 月总销量 YoY	61%	0.00%	-10.00%
全年挖机销量 (台)	327,605	370,435	361,325
全年 YoY	39%	13%	10%

数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

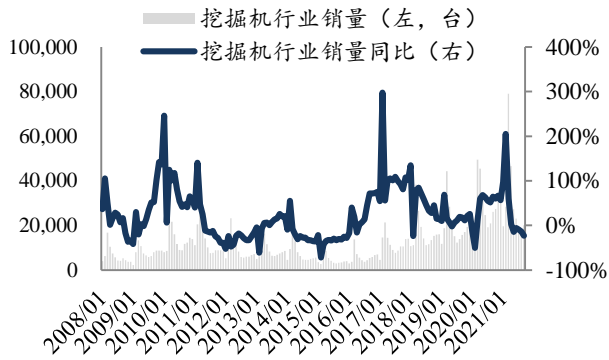
表 5: 按 10-12 月国内销量平均增速-20%、出口增速 80%，我们测算全年行业增速 11%

	2020	2021A/E
<b>1-9 月总销量 YoY</b>	<b>32%</b>	<b>18%</b>
国内 YOY	33%	9%
出口 YOY	22%	99%
<b>10-12 月总销量 YoY</b>	<b>61%</b>	<b>-19%</b>
		<b>-8%</b>
		<b>3%</b>
国内 YOY	63%	-30%
		-20%
		-10%
出口 YOY	43%	60%
		80%
		100%
<b>全年总销量 YOY</b>	<b>39%</b>	<b>8% (悲观预测)</b>
		<b>11% (中性预测)</b>
		<b>14% (乐观预测)</b>
国内 YOY	40%	-2%
		1%
		4%
出口 YOY	31%	86%
		93%
		99%

数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所测算

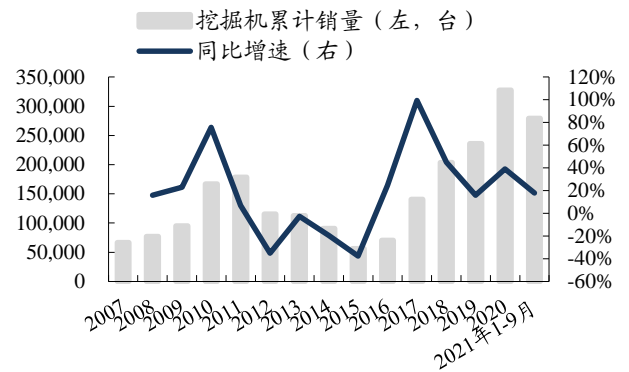
附录 2：行业数据跟踪

图 2：2021 年 9 月挖机销量 20,085 台，同比-22.9%



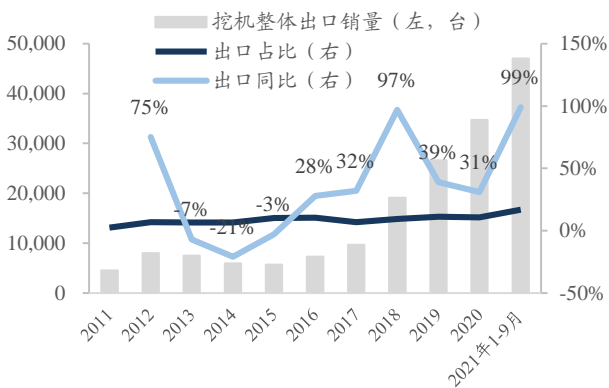
数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

图 3：2021 年 1-9 月合计销售挖机 279,338 台，同比+18.1%



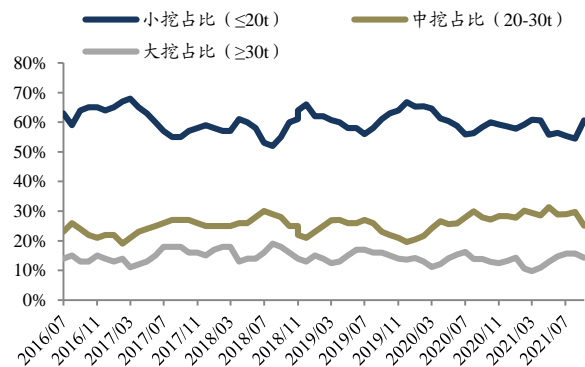
数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

图 4：2021 年 1-9 月挖机累计出口 47,026 台，同比+98.5%，出口占比 16.8%



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

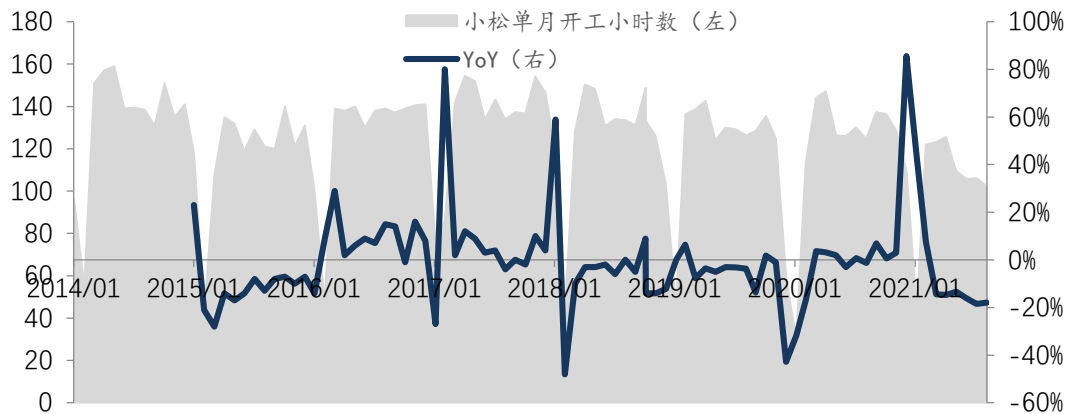
图 5：2021 年 9 月国内小挖/中挖/大挖销量占比分别 60.6%/25.1%/14.3%，同比+2.3/-2.8/+0.5pct



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

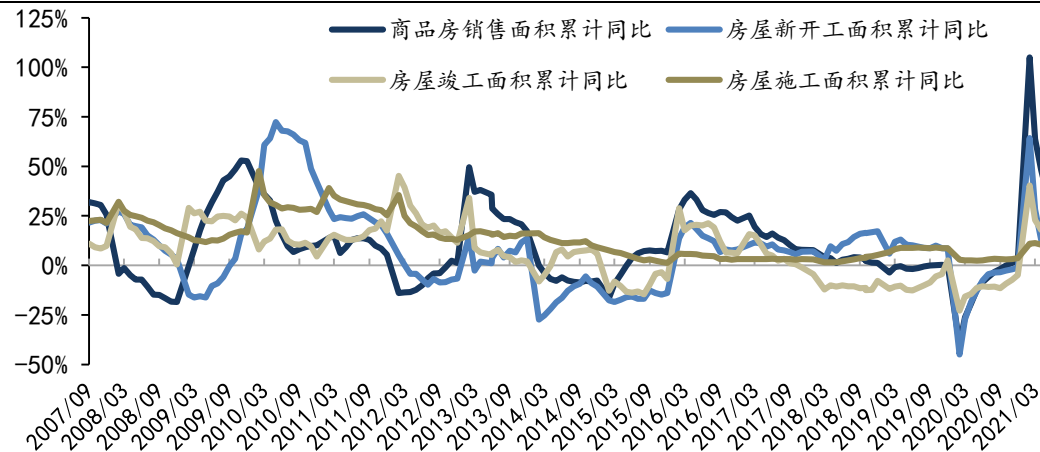
(注：2020 年 6 月起协会小/中/大挖划分标准略有变动，微调为：小挖 ≤ 18.5t；大挖 ≥ 28.5t)

图 6：2021 年 9 月小松中国区挖机开工小时数为 102.2，同比-17.9%



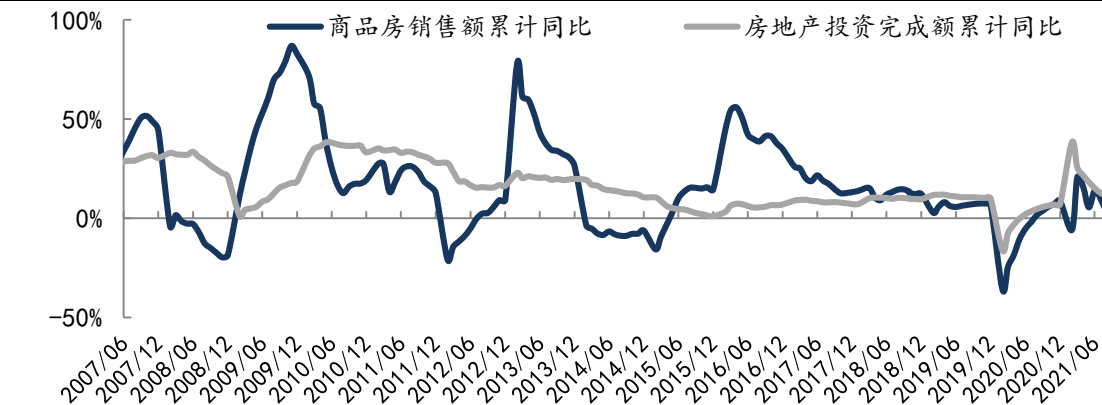
数据来源：小松官网，东吴证券研究所

图 7：2021 年 1-9 月房屋新开工面积累计同比-3.2%



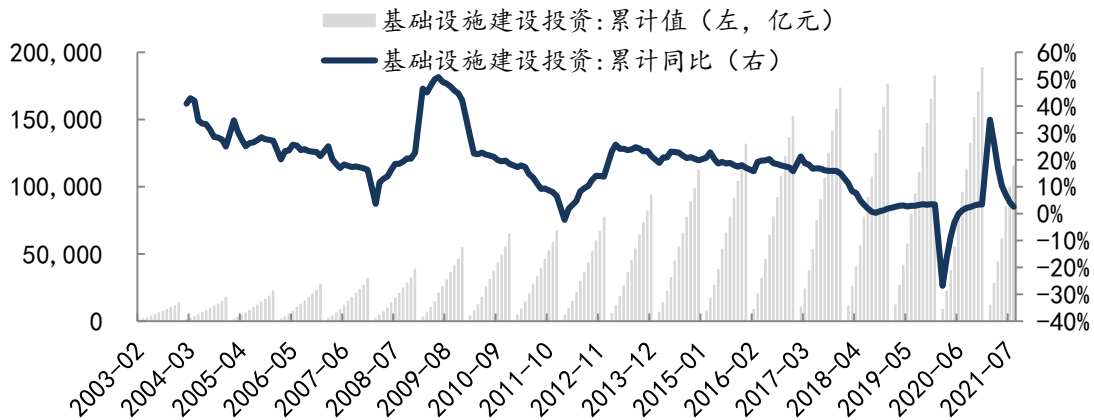
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 8：2021 年 1-8 月房地产投资完成额累计同比+10.9%，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 1-8 月累计基建投资 12.0 万亿, 恢复疫情前水平, 累计增速同比+2.6%



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图 10: 2021 年 1-9 月全国各地发行新增专项债券 2.4 万亿元, 占全年目标发行额度 64.9%



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>

