

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

国内挖掘机需求下降，工程机械行业短期业绩承压

——机械设备行业点评

分析师：

2021年11月12日

崔国涛

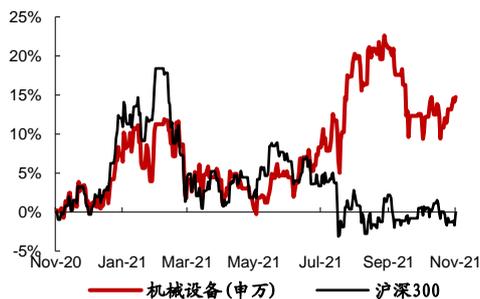
正文摘要：

执业证书编号：S1380513070003

联系电话：010-88300848

邮箱：cuiguotao@gkzq.com.cn

近一年 SW 机械设备与沪深 300 指数相对涨跌幅



数据来源：Wind

行业评级

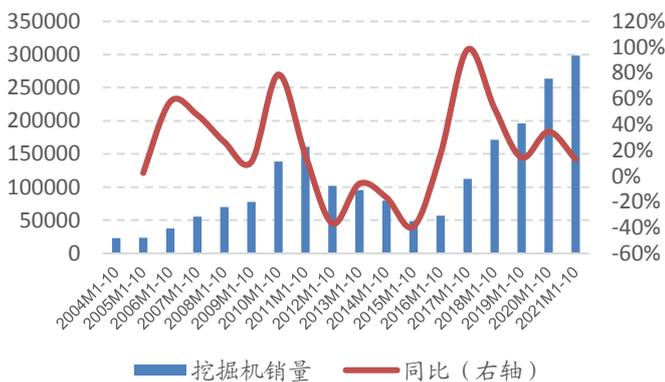
强于大市

相关报告

- **国内需求下降，出口延续高增长态势。**根据CCMA挖掘机分会统计数据，2021年1-10月纳入统计的25家主机制造企业累计销售挖掘机298302台（含出口），同比增长13.1%。其中，国内市场销量244920台，同比增长3.5%。从单月情况来看，10月挖掘机销售量为18964台，同比下降30.6%，其中，国内市场销量同比下降47.2%至12608台，连续七个月出现同比下滑现象，10月同比降幅较9月进一步扩大，显示国内需求进一步弱化。出口方面，1-10月挖掘机累计出口销量同比增长96.8%至53382台，出口占比同比上升10.34个百分点至21.8%，均为历史同期最高点，随着海外市场需求的持续复苏，2021年以来挖掘机出口销量呈现高增长态势。
- **10月不同吨位挖掘机销量均同比大幅下滑，小松开工小时数同比降幅扩大。**10月国内大、中、小挖销量同比分别下降42.3%、52.6%、45.9%，各吨位挖掘机销售均延续了同比下滑的态势，同比降幅较9月进一步扩大。从累计数据来看，1-10月国内大、中、小挖累计销量分别为29559、70671、144690台，同比增速分别为-5.6%、14.4%、0.8%，中挖销量占比同比上升2.75个百分点至28.85%。10月小松开工小时数（中国地区）同比下降20%至109.8，同比降幅较9月进一步下降1.73个百分点。值得注意的是，小松开工小时数连续7个月出现同比下滑现象，前三季度地方政府专项债发行进度放缓、房屋新开工面积同比下降及钢材价格中枢上移致使下游开工意愿降低等多重因素共同作用，对国内工程机械需求产生了较大的负面影响。
- **工程机械行业短期业绩承压，未来龙头企业更具投资价值。**2021年前三季度，SW工程机械板块（剔除不可比公司）营业收入、归母净利润同比增速分别为24.91%、7.75%，归母净利润增速低于收入增速的主因在于板块毛利率同比大幅下降3.14个百分点。1-9月，SW工程机械板块归母净利润率同比减少1.44个百分点至9.02%，第三季度板块归母净利润率同比、环比分别下降2.25、1.95个百分点，在国内工程机械需求下降的情况下，板块盈利能力有所下滑。短期来看，目前地方政府专项债发行有提速迹象，基建投资有望温和复苏进而带动国内工程机械需求企稳。从中长期来看，随着海外经济的复苏，国外工程机械需求有望持续增长，叠加国产品牌市场竞争力的不断提升及海外渠道布局日益完善，出口市场有望成为行业重要的收入增长点。龙头企业凭借综合竞争优势，未来市占率有进一步提升空间，建议关注三一重工、徐工机械、中联重科及零部件龙头恒立液压。
- **风险提示：**全球疫情反复引致的市场风险；国内外经济复苏低于预期；中美全面关系进一步恶化引致的市场风险；市场竞争加剧，工程机械板块公司业绩增长低于预期；国内外二级市场系统性风险。

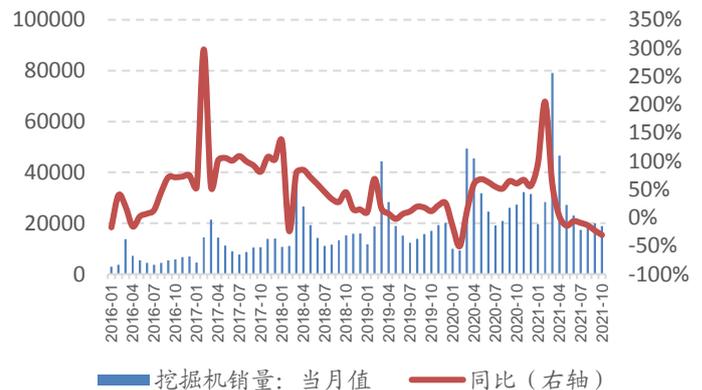
国内需求下降，出口延续高增长态势。根据CCMA挖掘机分会统计数据，2021年1-10月纳入统计的25家主机制造企业累计销售挖掘机298302台（含出口），同比增长13.1%。其中，国内市场销量244920台，同比增长3.5%。从单月情况来看，10月挖掘机销售量为18964台，同比下降30.6%，其中，国内市场销量同比下降47.2%至12608台，连续七个月出现同比下滑现象，10月同比降幅较9月进一步扩大，显示国内需求进一步弱化。出口方面，1-10月挖掘机累计出口销量同比增长96.8%至53382台，出口占比同比上升10.34个百分点至21.8%，均为历史同期最高点，随着海外市场需求的持续复苏，2021年以来挖掘机出口销量呈现高增长态势。

图 1: 近年来 1-10 月挖掘机累计销量变化情况 (台)



资料来源: CCMA, 国开证券研究与发展部

图 2: 挖掘机销售量月度变化情况 (台)



资料来源: CCMA, 国开证券研究与发展部

图 3: 近年来 1-10 月挖掘机出口销量情况 (台)



资料来源: CCMA, 国开证券研究与发展部

图 4: 挖掘机出口销量月度变化情况 (台)



资料来源: CCMA, 国开证券研究与发展部

10 月不同吨位挖掘机销量均同比大幅下滑，小松开工小时数同比降幅扩大。10 月国内大、中、小挖销量同比分别下降 42.3%、52.6%、45.9%，各吨位挖掘机销售均延续了同比下滑的态势，同比降幅较 9 月进一步扩大。从累计数据来看，1-10 月国内大、中、小挖累计销量分别为 29559、70671、144690 台，同比增速分别为-

5.6%、14.4%、0.8%，中挖销量占比同比上升 2.75 个百分点至 28.85%。10 月小松开工小时数（中国地区）同比下降 20%至 109.8，同比降幅较 9 月进一步下降 1.73 个百分点。值得注意的是，小松开工小时数连续 7 个月出现同比下滑现象，前三季度地方政府专项债发行进度放缓、房屋新开工面积同比下降及钢材价格中枢上移致使下游开工意愿降低等多重因素共同作用，对国内工程机械需求产生了较大的负面影响。

图 5: 国内不同吨位挖掘机市场销量变化 (台)

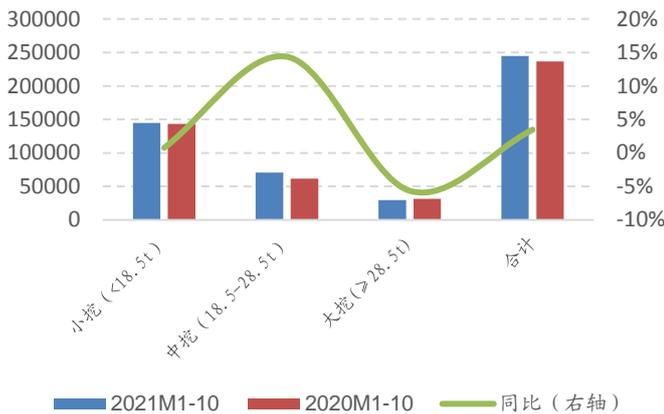
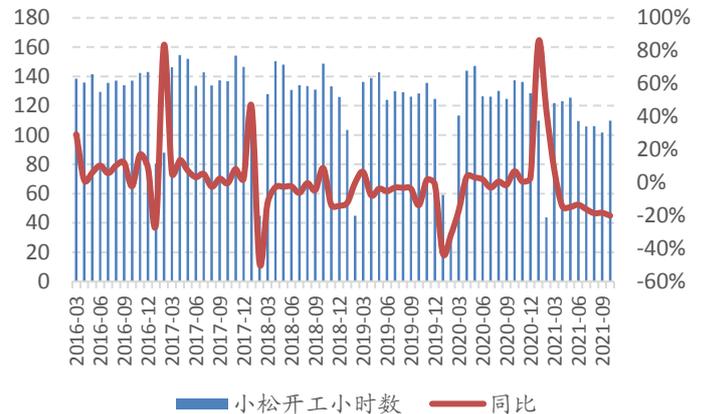


图 6: 小松开工小时数月度变化情况 (小时)



资料来源: CCMA, 国开证券研究与发展部

资料来源: 小松官网 (<https://home.komatsu/en/ir/>), 国开证券研究与发展部

工程机械行业短期业绩承压, 未来龙头企业更具投资价值。2021 年前三季度, SW 工程机械板块(剔除不可比公司)营业收入、归母净利润同比增速分别为 24.91%、7.75%, 归母净利润增速低于收入增速的主因在于板块毛利率同比大幅下降 3.14 个百分点。1-9 月, SW 工程机械板块归母净利润率同比减少 1.44 个百分点至 9.02%, 第三季度板块归母净利润率同比、环比分别下降 2.25、1.95 个百分点, 在国内工程机械需求下降的情况下, 板块盈利能力有所下滑。短期来看, 目前地方政府专项债发行有提速迹象, 基建投资有望温和复苏进而带动国内工程机械需求企稳。从中长期来看, 随着海外经济的复苏, 国外工程机械需求有望持续增长, 叠加国产品牌市场竞争力的不断提升及海外渠道布局日益完善, 出口市场有望成为行业重要的收入增长点。龙头企业凭借综合竞争优势, 未来市占率有进一步提升空间, 建议关注三一重工、徐工机械、中联重科及零部件龙头恒立液压。

表 1: 重点公司盈利预测及估值情况

代码	公司名称	EPS (元/股)			PE (倍)			收盘价 (元/股) (11 月 12 日)
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
600031	三一重工	1.88	2.09	2.26	11.79	10.61	9.81	22.17
000425	徐工机械	0.74	0.87	0.96	8.20	6.98	6.32	6.07
000157	中联重科	0.99	1.18	1.36	6.98	5.86	5.08	6.91
601100	恒立液压	2.13	2.56	3.02	38.59	32.11	27.22	82.20

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

注: 三一重工 2021-2023 年指标系作者预测值, 其余系 Wind 一致预期

风险提示：全球疫情反复引致的市场风险；国内外经济复苏低于预期；中美全面关系进一步恶化引致的市场风险；市场竞争加剧，工程机械板块公司业绩增长低于预期；国内外二级市场系统性风险。

分析师简介承诺

崔国涛，北京理工大学工学学士，对外经济贸易大学经济学硕士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年至于公司研究与发展部担任行业研究员，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层