东兴证券 DONGXING SECURITIES

11月挖掘机数据点评：挖掘机新周期开启，明年高景气度有望持续

2020 年 12 月 11 日

看好/维持

机械 | 行业报告

事件：根据中国工程机械工业协会行业统计数据，25 家主机制造企业 1-11 月份销售各类挖掘机械产品 29.61 万台，同比增长 37.4%。其中 11 月份共计销售各类挖掘机械产品 32236 台，同比涨幅 66.9%。国内市场销量 28833 台，同比涨幅 68.0%。出口销量 3403 台，同比涨幅 57.8%。

后疫情时代需求强劲，景气度有望持续至 2022 年。疫情冲击之后，国内挖掘机市场显示强劲的复苏势头，4 月份以来，挖掘机销量同比增速均超过 50%。2016 年以来的本轮复苏周期持续性和复苏强度均远超市场此前预期。在新增需求、存量更新和出口需求支撑下，我们认为 2020 年挖掘机销量有望达到 32 万台左右，同比增长约 35%。我们预计本轮挖掘机复苏周期将持续至 2022 年，2021 年及 2022 年挖掘机销量分别达到 35.2 万台、36.96 万台，同比增速分别为 10%、5%。受春节和疫情因素影响，一季度小松挖掘机中国地区开机小时数仅为 203 个，大幅下滑 28.81%。随着国内疫情快速得到控制，下游施工强度快速提升，4 至 10 月小松开机小时数合计达到 935 个，同比增长 1.74%。其中 10 月份小松挖掘机开机小时数达到 136.5 个，同比增长 6.3%，显示二季度以来下游施工强度明显提升。

存量更新仍处于加速区间，行业需求中枢明显提升。我们按照 2008 年-2013 年的样本挖机机龄结构分析存量更换的潜在空间。目前 2008-2013 年出产的机型中，按比例推算得出，开机小时数超过 12000 小时的预计有 10.69 万台，这也意味着 2020 年存量更新需求至少可以支撑 10 万台以上的销量。如果我们假定挖机年均开机小时数在 1500 个左右，则未来五年 2008-2013 年出产的挖机将有 69.87 万台开机小时数将超过 12000 小时，意味着潜在更换需求在 2021-2025 年约 70 万台，年均更换需求约 13.97 万台。根据我们推算，2020-2022 年更新替代需求分别为 10.60 万台、16.12 万台、19.73 万台。

国产核心零部件替代快速推进。发动机、液压系统作为核心零部件，占比达到 45%左右。事实上 2012 年以来，挖掘机行业整体价格呈下降态势。除了吨位结构变化以外（主要是小挖和大挖占比提升，中挖份额萎缩），主机厂每年也有一定的降价压力，并对部分零部件传导。在部分外资品牌零部件涨价驱动下，本次涨价有助于稳定主机厂和零部件企业盈利能力，同时也带动主机厂对于关键零部件的国产替代步伐。我们认为，疫情冲击为国产核心零部件厂商提供了难得的份额提升机遇，一方面海外疫情控制不力，很大程度影响核心零部件的稳定供应。另一方面，在下游需求彰显韧性的形势下，短期冲击过后，国内主机厂选择更多的核心零部件国产化，不仅利于降本控费，更有助于维护供应链的安全稳定。

投资策略：我们认为工程机械和液压零部件龙头企业仍具备投资价值，推荐三一重工、恒立液压、艾迪精密。

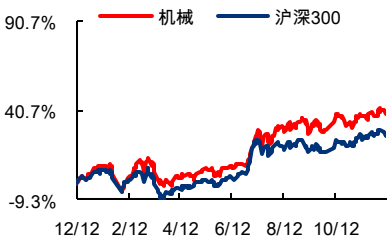
风险提示：挖掘机销量大幅不及预期，基建及房地产投资不及预期。

未来 3-6 个月行业大事：

2021-01-10 2020 年 12 月份挖掘机数据发布

行业基本资料		占比%
股票家数	403	9.86%
重点公司家数	-	-
行业市值	34782.61 亿元	4.14%
流通市值	25690.33 亿元	4.16%
行业平均市盈率	26.38	/
市场平均市盈率	22.65	/

行业指数走势图



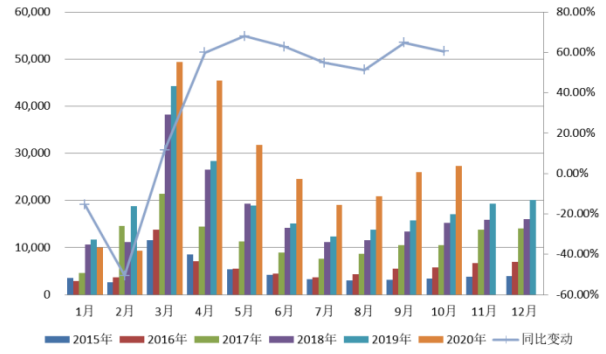
资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：樊艳阳

010-66554089 fanyanyang1990@126.com

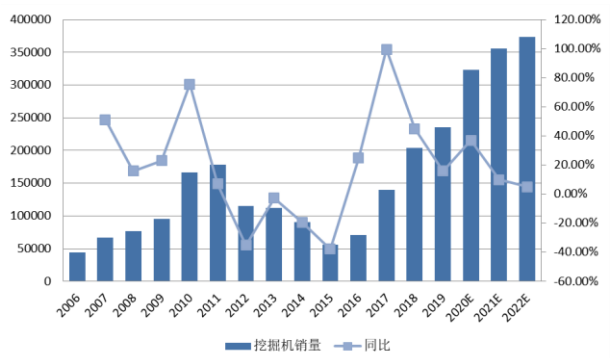
执业证书编号: S1480518060001

图 1：近年来挖掘机月度销量及同比变动（台，%）



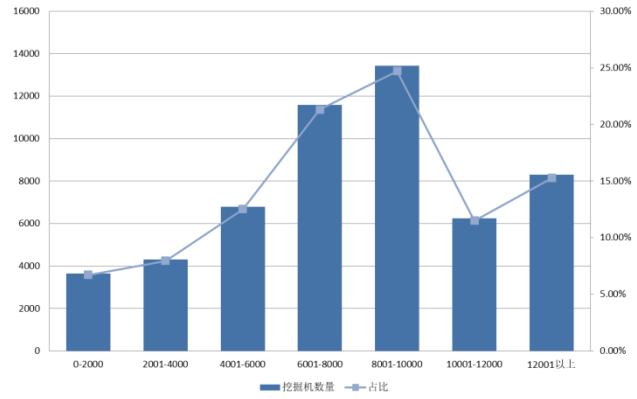
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：预计本轮周期将持续至 2022 年（台）



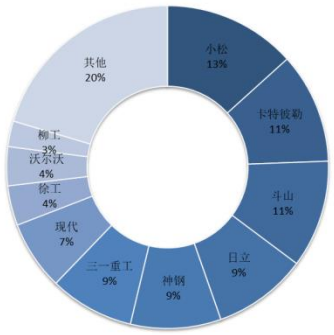
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：二手挖掘机工作小时数分布情况（%）



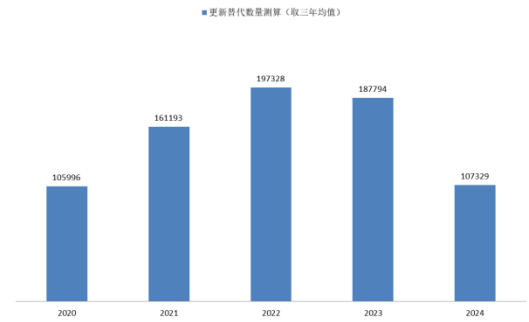
资料来源：铁甲二手机，东兴证券研究所

图 4：二手挖掘机交易存量品牌占比情况（%）



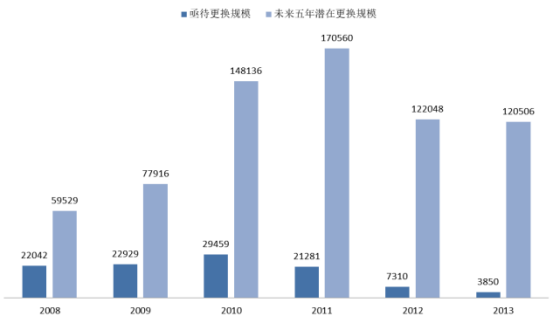
资料来源：铁甲二手机，东兴证券研究所

图 5：未来几年存量更新需求潜在空间（台）



资料来源：铁甲二手机，东兴证券研究所

图 6：目前及未来 5 年潜在更新需求情况（台）



资料来源：铁甲二手机，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	三一重工（600031）：核心产品带动业绩坚挺，工程机械需求韧性十足	2020-1-20
行业	1 月挖掘机数据点评：多重因素扰动短期销量，后续关注逆周期调节政策加码	2020-2-19
行业	2 月挖掘机数据点评：疫情消散黎明将至，全年销量保持乐观	2020-3-11
行业	后疫情时代系列报告之一：全球经济刺激开启，工程机械需求加速释放	2020-3-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3 年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016 年加入民生证券，2017 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526