工程机械：6 月挖机销量高增长背后

6 月份挖掘机数据点评报告

分析师：杨宇
执业证书编号：S0890515060001
电话：021-20321299
邮箱：yangyu@cnhbstock.com

销售服务电话：
021-20515355

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆在逆周期调节不断加码的背景下，6 月挖机销量同比 62.9%，维持高增长。地方政府债券规模扩大、进度加快，资金投向聚焦“六稳”“六保”，有利于扩大有效投资。挖掘机销量同比增长 62.9%!超我们之前判断的 60%以上的预期！6 月，挖掘机总销量 2.463 万台，同比增长 62.9%；其中国内 2.172 万台，同比增长 74.8%，出口 2901 台，同比增长 7.6%。1-6 月，挖掘机累计销量 17.04 万台，同比增长 24.1%。

◆从 6 月挖机销售结构来看,中小挖占比高，销量同比增速高，而中大挖占比低，销量同比增速低。从 6 月国内市场分吨位来看，国内大、中、小挖销量分别增长 62.1%、74.4%、78.7%,占比分别为 15.4%、25.8%、58.8%。1-6 月国内大、中、小挖累计增长 15.4%、20.4%、28.9%。占比分别为 12.3%、25.1%、62.6%。小挖的销量同比增速高于中挖和大挖，市政和新农村建设领域的基建活跃程度高于房地产及矿山领域。

◆挖机行业价格竞争日趋明显，其中 4 月份的涨价潮只是由于疫情导致核心零配件短缺造成，价格涨幅与去年以来的降幅相比很小。2020 年 4 月 10 日，徐工宣布小型挖掘机价格上调 10%，中大型挖掘机价格上调 5%。4 月 11 日，三一宣布小挖上调 10%，中大挖上调 5%。4 月上旬，柳工宣布挖掘机平均提价 5%左右。4 月 15 日，山推小挖价格上调 10%，中大型挖掘机上调 5%。4 月 16 日，山河智能小挖价格上调 8%，中大型挖掘机上调 10%。国外疫情加剧，全球生产链受到冲击，分核心零部件的供给端收紧，生产综合成本大幅提升，龙头企业已经遭受重大影响，挖机行业迎来一波涨价潮。实际上上调幅度比较小且主要是中小挖降价。而相较于大挖，中小挖利润空间较低。

◆挖机行业销量高增长背后是工程机械企业应收账款止跌回升，需要关注应收账款快速增长带来的隐性风险。从品牌格局来看，6 月三一重工挖掘机整体销量同比 68.4%，市占率 25.3%；徐工 6 月销量增长 53.2%，市占率 14%，排名第二。从应收账款上看，徐工机械 2020 年一季度应收账款达 287.76 亿元，同比增长 30.42%；三一重工 2020 年一季度应收账款达 262.63 亿元，同比增长 3.47%；中联重科 2020 年一季度应收账款达 258.06 亿元，同比增长 9.39%；柳工 2020 年一季度应收账款达 51.36 亿元，同比增长 7.24%。

◆风险提示：价格竞争可能削弱行业盈利能力，隐藏着应收账款坏账率提升的风险。

1. 6 月挖机销量销量同比增 62.9%

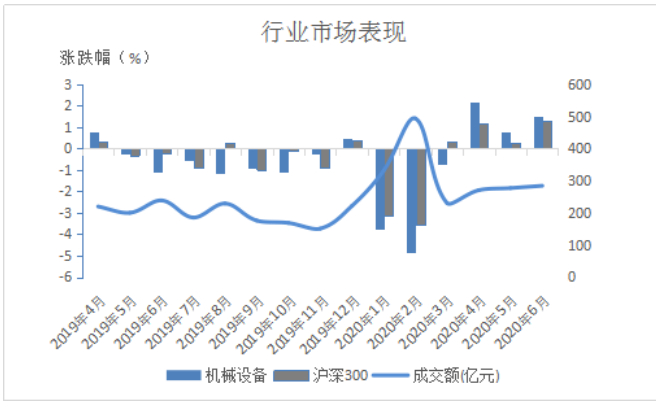
1.1. 逆周期调节力度加大

2020 年政府工作报告中再次提出积极的财政政策要更加积极有为，实施扩大内需战略，增加有效投资，为了对冲疫情对我国经济造成的负面影响，2020 年地方政府一般债务新增规模为 9800 亿元，专项债务新增规模为 37500 亿元，同时发行 10000 亿元抗疫特别国债。

地方政府债券规模扩大、进度加快。6 月地方政府债券发行 2867 亿元，创地方债券单月发行量新高。截至 6 月底，2020 年地方债券共发行 34864 亿元，其中新增债券 27868 亿元，再融资债券 6996 亿元。截止 5 月底，新增债券发行完成中央提前下达额度（28480 亿元）的 94.9%，其中一般债券 5522 亿元，完成中央提前下达额度（5580 亿元）的 99%；专项债券 21502 亿元，完成中央提前下达额度（22900 亿元）的 93.9%。

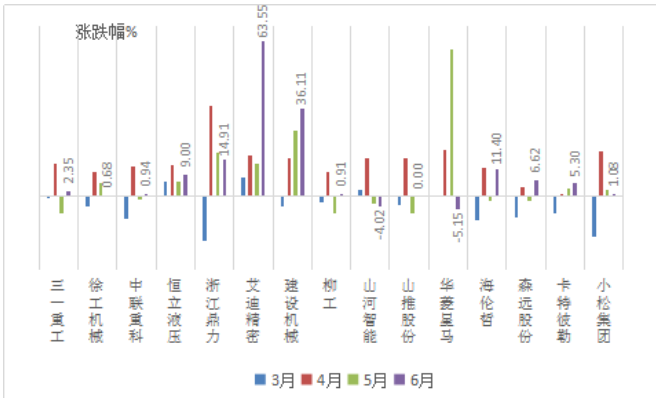
地方政府债券资金投向聚焦“六稳”“六保”，有利于扩大有效投资。新增专项债券资金全部用于基础设施和公共服务领域重大项目，提高专项债券可用作项目资本金的比例。截止到 5 月，我国新增地方政府专项债发行额度同比增长 150.08%至 2.15 万亿，与 2019 年相比发行节奏明显加快且资金投向更加集中于基建领域。新基建、新型城镇化、交通及水利等重大工程建设将扮演重要的角色，对工程机械行业需求增长形成支撑。

图 1：行业市场表现对比



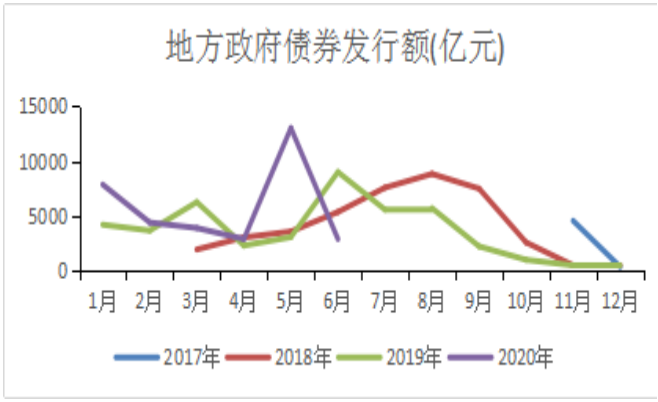
资料来源：工程机械行业协会，Wind，华宝证券研究创新部

图 2：工程机械主要个股月涨跌幅（%）



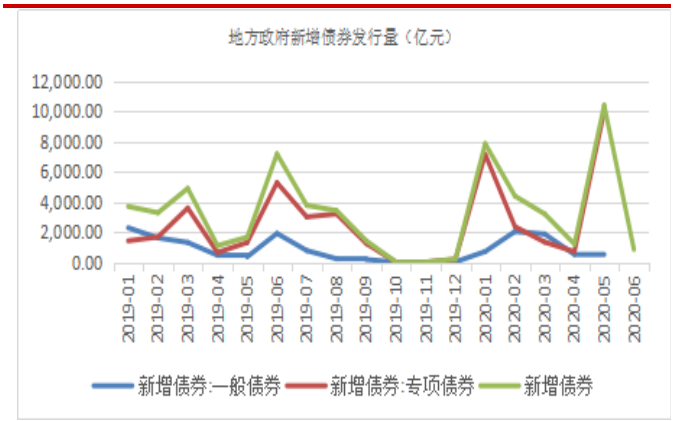
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 3：2020 年 1-6 月地方政府债券发行额（亿元）



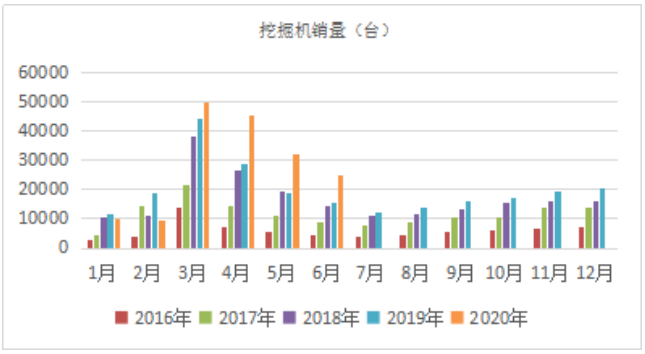
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4：地方政府新增债券发行量（亿元）



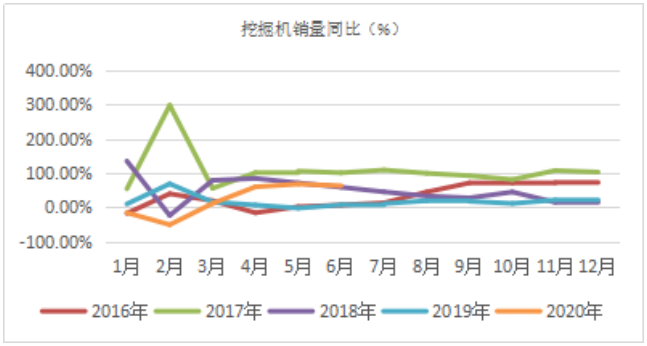
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 5：挖掘机销量（台）



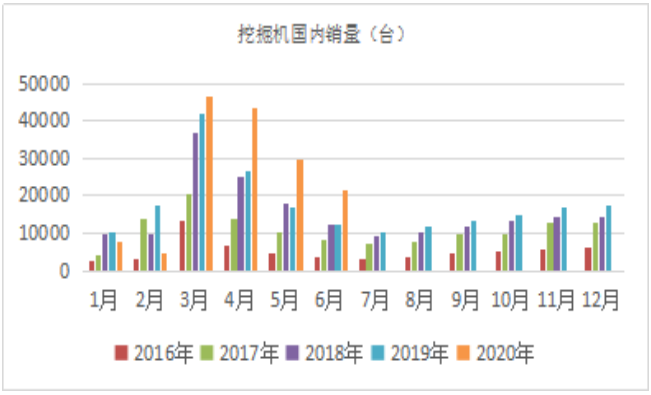
资料来源：工程机械行业协会，华宝证券研究创新部

图 6：挖掘机销量同比（%）



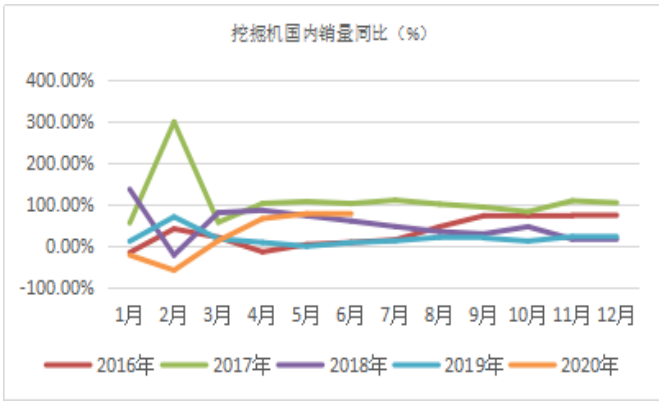
资料来源：工程机械行业协会，华宝证券研究创新部

图 7：挖掘机国内销量（台）



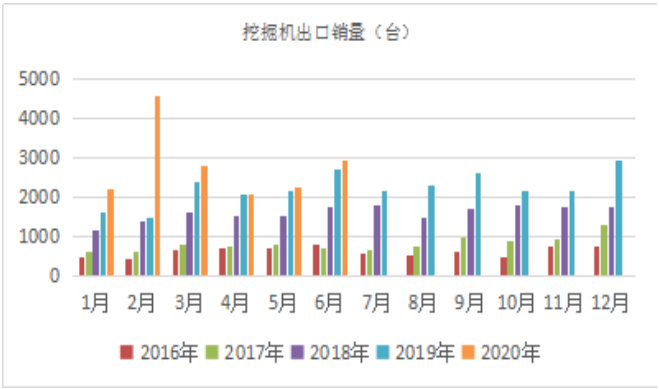
资料来源：工程机械行业协会，华宝证券研究创新部

图 8：挖掘机国内销量同比（%）



资料来源：工程机械行业协会，华宝证券研究创新部

图 9：挖掘机出口销量（台）



资料来源：工程机械行业协会，华宝证券研究创新部

图 10：挖掘机出口同比（%）



资料来源：工程机械行业协会，华宝证券研究创新部

挖掘机销量 6 月超预期增长，国内需求保持加速增长，出口需求有所恢复。在逆周期调节不断加码的背景下，挖掘机销量同比增长 62.9%，超我们之前判断的 60%以上的预期。6 月，挖掘机总销量 2.463 万台，同比增长 62.9%；其中国内 2.172 万台，同比增长 74.8%，出口 2901 台，同比增长 7.6%。1-6 月，挖掘机累计销量 17.04 万台，同比增长 24.1%。

2. 中小挖销量增速及占比显著高于中大挖

从 6 月挖机销售结构来看，中小挖占比高，销量同比增速高，而中大挖占比低，销量同比增速低。从 6 月国内市场分吨位来看，国内大、中、小挖销量分别增长 62.1%、74.4%、78.7%,占比分别为 15.4%、25.8%、58.8%。1-6 月国内大、中、小挖累计增长 15.4%、20.4%、28.9%。占比分别为 12.3%、25.1%、62.6%。小挖的销量同比增速高于中挖和大挖，市政和

新农村建设领域的基建活跃程度高于房地产及矿山领域。

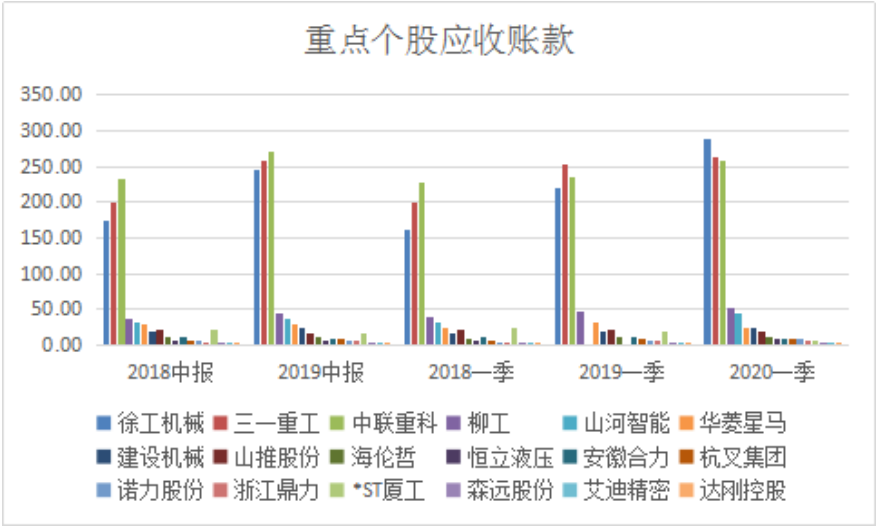
3. 挖机行业短期涨价缓解市场价格战

挖掘机销量超预期增长的背后是价格竞争，挖机行业 4 月份涨价潮不代表挖掘机市场价格战停止。受国外疫情加剧影响，全球生产链受到冲击，分核心零部件的供给端收紧，生产综合成本大幅提升，龙头企业已经遭受重大影响，挖机行业迎来一波涨价潮。2020 年 4 月 10 日，徐工宣布小型挖掘机价格上调 10%，中大型挖掘机价格上调 5%。4 月 11 日，三一宣布小挖上调 10%，中大挖上调 5%。4 月上旬，柳工宣布挖掘机平均提价 5%左右。4 月 15 日，山推小挖价格上调 10%，中大型挖掘机上调 5%。4 月 16 日，山河智能小挖价格上调 8%，中大型挖掘机上调 10%。实际上此次涨价潮主要是中小挖上调价格且上调幅度与去年以来价格战引发的价格降幅相比比较小，相较于大挖，中小挖利润空间较低，因此疫情短期缓解了价格战，这并不代表挖掘机市场价格战停止，仍需观察挖机后续市场，投资者不宜过分乐观。

4. 挖机行业销量高增长背后是工程机械企业应收账款止跌回升

挖掘机行业利润让位于规模效益，龙头企业独占鳌头，但应收账款止跌回升。从品牌格局来看，6 月三一重工挖掘机整体销量同比 68.4%，市占率 25.3%；徐工 6 月销量增长 53.2%，市占率 14%，排名第二。但挖掘机行业龙头企业也隐藏着应收账款坏账率提升的风险。徐工机械 2020 年一季度应收账款达 287.76 亿元，同比增长 30.42%；三一重工 2020 年一季度应收账款达 262.63 亿元，同比增长 3.47%；中联重科 2020 年一季度应收账款达 258.06 亿元，同比增长 9.39%；柳工 2020 年一季度应收账款达 51.36 亿元，同比增长 7.24%。**规模制胜是现阶段挖掘机市场竞争的底层逻辑。**在产品高度同质化的市场环境下，只有实现销量规模才能支撑一个品牌的持续发展，销量规模意味着在整个产业链中的话语权和定价权。龙头企业靠降低市场价格，抢占市场份额，也面临着应收账款止跌回升的困境。

图 11：重点个股应收账款（亿元）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

5. 投资建议

国内工程机械行业龙头企业行情延续。6 月工程机械行业龙头企业整体景气度持续。三一重

工 2.35 %、中联重科 0.94%、柳工 0.91%，涨幅由负转正。徐工机械 0.68%、恒立液压 9%、浙江鼎力 14.91%、艾迪精密 63.55 %，涨幅持续为正，甚至有所扩大。

我们预期 7 月挖掘机销量持续增长，工程机械景气度将持续超市场预期。我们预计全年挖掘机销量增速超可观，其中三一重工、徐工等龙头全年增速有望超过行业增速，我们判断 7 月销量同比仍维较高增速。建议重点关注挖掘机龙头以及核心零部件企业。

表 1：重点公司估值情况（截止 2020 年 6 月 30 日）

证券代码	证券简称	主营构成	6 月日均总市值（亿元）	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(LF)	净利润（2020 年一季度，百万元）	6 月涨跌（%）	5 月涨跌（%）
600031.SH	三一重工	挖掘机械、混凝土机械、起重机械	1546.23	15.19	3.33	10383.77	2.35	-6.72
000425.SZ	徐工机械	起重机械、工程机械备件、铲运机械、桩工机械类	459.84	14.47	1.58	3206.21	0.68	5.77
000157.SZ	中联重科	起重机械、混凝土机械	494.19	11.41	1.25	4344.09	0.94	-0.47
601100.SH	恒立液压	挖掘机专用油缸、重型装备用非标准油缸、液压泵阀	648.98	49.27	10.94	1319.23	9.00	6.02
603338.SH	浙江鼎力	高空作业平台	321.25	44.94	9.64	714.89	14.91	17.77
603638.SH	艾迪精密	破碎锤、液压件、液压泵	192.57	56.80	9.22	339.05	63.55	13.21
000528.SZ	柳工	土石方铲运机械、其他工程机械及配件	94.46	10.70	0.90	923.17	0.91	-6.98
600984.SH	建设机械	建筑及施工机械租赁	176.18	40.72	3.39	431.97	36.11	26.97
603298.SH	杭叉集团	叉车、配件及其他	79.88	12.25	1.89	716.65	19.52	1.54
600761.SH	安徽合力	叉车产品	68.02	11.65	1.35	699.84	8.90	-0.22
002097.SZ	山河智能	工程机械类、航空业务	67.64	14.08	1.34	489.40	-4.02	-2.96
300201.SZ	海伦哲	消防车、高空作业车、自动集成控制系统	36.54	57.48	2.24	54.38	11.40	-1.96
603611.SH	诺力股份	仓储物流车辆及设备	54.12	21.45	3.25	254.01	6.08	5.36
000680.SZ	山推股份	工程机械主机、配件、铲土运输机械	42.56	111.38	1.25	41.80	0.00	-6.79
300103.SZ	达刚控股	车载类、工程类、沥青碎石同步封层车	28.90	54.03	2.95	102.52	-4.40	3.29
600815.SH	*ST 厦工	工程机械产品销售、土石方机械	44.88	-3.95	3.34	-1128.04	-5.53	10.48
600375.SH	华菱星马	专用车、混凝土搅拌车、散装水泥车	45.35	-62.66	1.65	-79.56	-5.15	60.31
300210.SZ	森远股份	应急抢救设备、市政环卫设备、沥青拌合设备	15.35	-5.24	1.73	-292.26	6.62	-1.55

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

6. 风险提示

价格竞争可能削弱行业盈利能力，隐藏着应收账款坏账率提升的风险。

感谢实习生江凌文对本报告做出的出色工作。

风险提示及免责声明

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。