

## 机械设备行业

### 原材料价格下滑，机械行业投资机会探讨

#### 【本周专题】

我们统计了机械设备行业 319 家公司的毛利率情况，从历史来看，2014 年 1 季度以来，行业平均毛利率在 28%~30% 区间波动，整体较为平稳。行业平均毛利率不仅受到原材料价格的影响，也会受到行业景气度的扰动。本周专题，我们探讨原材料价格下滑背景下的机械行业投资机会。

**市场表现分析:** 上周(1.21-1.25)市场出现分化，沪深 300 指数上涨 0.51%，创业板指数下跌 0.31%，申万机械设备板块上涨 0.32%。

**行业需求数据:** 国家统计局的数据显示，2018 年 1-12 月石油与天然气开采业固定资产投资累计完成额同比下滑 0.7%；2018 年 1-12 月煤炭开采与洗选业固定资产投资累计完成额同比增长 5.9%。国家统计局的数据显示，2018 年 12 月工业机器人产量 11961 台，同比下滑 12.1%；1-12 月累计产量 14.77 万台，同比增长 4.6%。

#### 子板块报告选读:

**【叉车跟踪报告】**叉车的周期属性较弱，在下游仓储物流快速发展的背景下，行业有望获得持续、稳定的增长。当前竞争格局基本稳定，我们建议积极关注具有良好现金流、业绩增速确定性较高的龙头企业杭叉集团、安徽合力。同时，受益成本端下降，毛利率改善带来的业绩弹性值得关注，叉车行业有望迎来结构性投资机会。相关内容参见 1 月 24 日行业跟踪点评《叉车行业稳步增长，关注弱周期、稳现金流龙头》。

**【公募基金机械持仓】**2018 年 4 季度末机械设备板块配置比例为 3.50%，较 3 季度环比提升 0.62 个百分点，配置比例连续第二个季度增加，但仍处于低配状态。子行业中，工程机械持仓最高，铁路设备加仓显著。从重仓持有的基金数量来看，2018Q4 机械板块中重仓基金数量前三的分别是中国中车、三一重工和先导智能。详细参见 1 月 24 日专题报告《机械设备行业：公募基金 18Q4 机械行业持仓分析》。

**【个股点评报告】**1 月 24 日，捷佳伟创(300724.SZ)点评报告，标题为《业绩符合预期，充分受益 PERC 电池扩产》。

**投资建议:** 基于行业需求和估值水平，我们维持机械设备行业“买入”评级，看好的方向包括：1、市场份额和利润率提升的工程机械龙头，重点个股如：三一重工、恒立液压；2、周期不敏感和逆周期的龙头企业，重点个股如：浙江鼎力、华测检测、豪迈科技、巨星科技；3、在工业自动化、核心零部件等领域通过商业化研发，产品落地应用推动快速成长的优秀企业，重点个股如：捷佳伟创、赢合科技、先导智能、博实股份等。

**风险提示:** 宏观经济变化导致机械产品需求波动；原材料价格变化影响企业盈利能力；细分领域竞争加剧的风险；企业创新和外延发展不确定性等。

#### 行业评级

买入

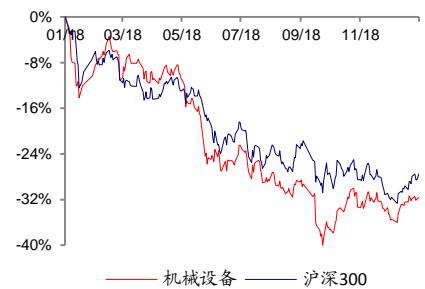
前次评级

买入

报告日期

2019-01-27

#### 相对市场表现



分析师:

罗立波



SAC 执证号: S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师:

刘芷君



SAC 执证号: S0260514030001



SFC CE No. BMW928



021-60750802



liuzhijun@gf.com.cn

请注意，罗立波并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究:

机械设备行业:公募基金 2019-01-24

18Q4 机械行业持仓分析

机械设备行业:接力先进制造, 2019-01-20

看好优质龙头企业

机械设备行业:光伏电池“效率 2018-12-27

革命”，工艺迭代催生装备需

求

联系人:

孙柏阳 021-60750636

sunboyang@gf.com.cn

## 目录索引

|  |    |
|--|----|
| 一、原材料价格下滑对机械行业影响几何? .....                                    | 4  |
| 毛利率受原材料价格与景气度的双重影响, 子版块分化明显 .....                            | 4  |
| 细分领域分析: 成本端和收入端对毛利率的影响 .....                                 | 6  |
| 个股维度的探讨 .....  | 7  |
| 二、子板块报告选读 .....  | 12 |
| 2019年1月24日,《叉车行业稳步增长, 关注弱周期、稳现金流龙头》 .....                    | 12 |
| 2019年1月24日,《机械设备行业: 公募基金18Q4机械行业持仓分析》 .....                  | 12 |
| 2019年1月24日,《捷佳伟创(300724.SZ): 业绩符合预期, 充分受益PERC电<br>池扩产》 ..... | 13 |
| 三、行业动态数据跟踪 .....   | 15 |
| 四、投资建议 .....   | 17 |
| 五、风险提示 .....   | 17 |

## 图表索引

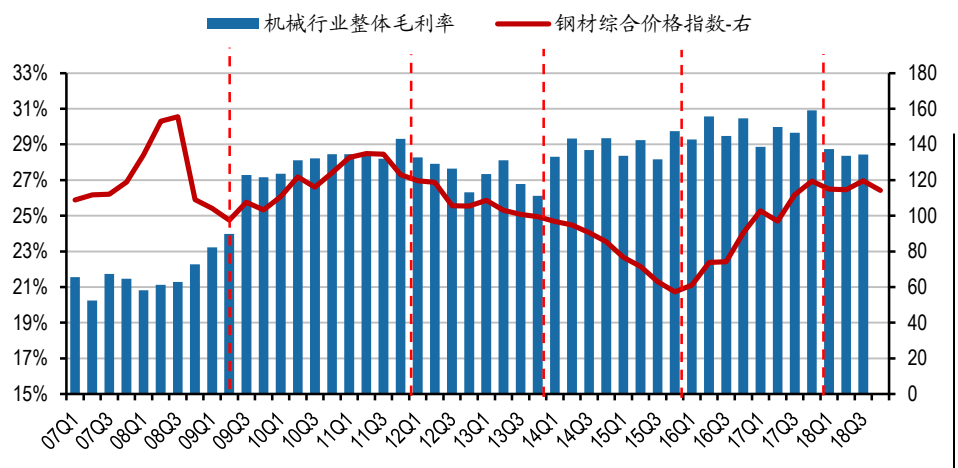
|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 机械行业平均毛利率与钢材综合价格指数.....       | 4  |
| 图 2: 机械行业平均毛利率与营收增速.....           | 4  |
| 图 3: 各板块 16Q3-18Q3 毛利率变化.....      | 5  |
| 图 4: 叉车销量 (辆) 及增速.....             | 8  |
| 图 5: 经营性净现金流 (百万元).....            | 8  |
| 图 6: 安徽合力与杭叉集团股利支付率.....           | 8  |
| 图 7: 诺力股份毛利率与钢材综合价格指数.....         | 9  |
| 图 8: 诺力股份分项业务收入 (百万元).....         | 9  |
| 图 9: 浙江鼎力国内外收入 (百万元) 及增速.....      | 10 |
| 图 10: 浙江鼎力分类营业收入 (百万元).....        | 10 |
| 图 11: 豪迈科技的综合毛利率及净利润率.....         | 11 |
| 图 12: 三家企业的轮胎模具业务的毛利率.....         | 11 |
| 图 13: 挖掘机销量 (台) (2018.12).....     | 15 |
| 图 14: 挖掘机开机小时数. (2018.12).....     | 15 |
| 图 15: 汽车起重机销量 (台) (2018.12).....   | 15 |
| 图 16: 叉车销量 (台) (2018.12).....      | 15 |
| 图 17: 石油与天然气开采业固定资产投资完成额 (亿元)..... | 16 |
| 图 18: 工业机器人产量 (台/套).....           | 16 |
| 图 19: 铁路机车和货车采购量.....              | 16 |
| 图 20: 铁路动车组采购情况 (标准列).....         | 16 |
| <br>                               |    |
| 表 1: 各领域钢材成本占比、收入增速及毛利率变化.....     | 6  |
| 表 2: 毛利率对收入增速敏感性分析.....            | 6  |
| 表 3: 毛利率对钢材价格波动的敏感性分析.....         | 7  |

## 一、原材料价格下滑对机械行业影响几何？

### 毛利率受原材料价格与景气度的双重影响，子板块分化明显

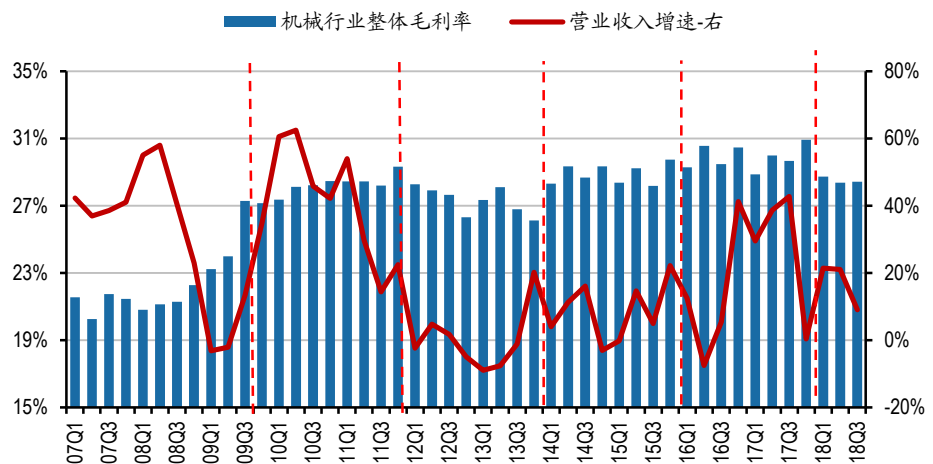
统计意义上毛利率总体较为平稳。我们统计了机械设备行业（按中信行业分类）上市的319家公司的毛利率情况（剔除毛利率大于等于100%或小于等于-100%的异常值），用毛利率平均值考察行业整体情况。从机械行业历史来看，2014年1季度以来，行业平均毛利率在28%~30%区间波动，整体较为平稳。行业平均毛利率不仅受到原材料价格（通过钢材综合价格指数反映）的影响，也会受到行业景气度（通过收入增速反映）的扰动。

图 1：机械行业平均毛利率与钢材综合价格指数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：机械行业平均毛利率与营收增速



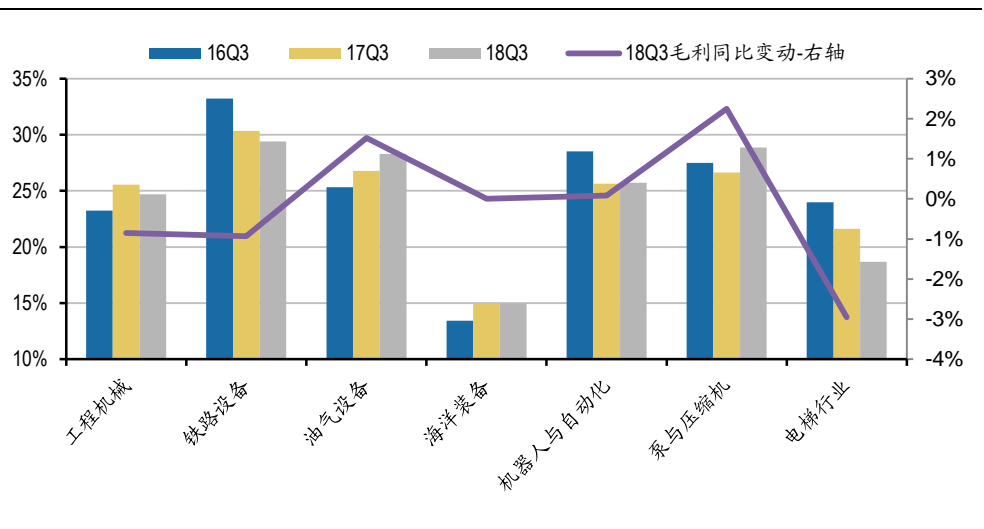
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

将收入与成本因素综合考虑，更有助于我们理解行业毛利率的变化。我们按行业收入增速、钢材价格，将09年以来毛利率趋势分为五个时期：（1）09Q3-11Q4，四万亿投资拉动行业需求，此时行业景气度持续上升，抵消钢材价格的上涨，带动毛利率稳中有升；（2）12Q1-13Q4，钢材价格下滑约17%，但收入增速回落甚至负增长，这一期间，毛利率由28%降至26%；（3）14Q1-15Q4，收入增速平稳，但钢材价格大幅下跌带动毛利率上升；（4）16Q1-17Q4，钢材价格大幅上涨与收入增速明显回升，毛利率波动；（5）18Q1-18Q3，收入增速放缓叠加钢价维持高位，毛利率出现下滑。

**细分领域分化明显。**我们梳理了各版块过去三年第三季度的毛利率情况，2016年初以来，原材料价格上涨已经形成趋势，而工程机械和油气装备受益景气度的上行，17Q3的毛利率逆势上升，而其余板块毛利率均出现下滑。从18年的情况来看，工程机械、铁路设备、机器人与自动化和电梯行业的毛利率出现不同程度的下降，主要受到行业收入增速放缓的影响；油气装备毛利率持续提升，主要受益于油价上涨带动行业景气度上行；海洋装备毛利率基本保持平稳，主要在于其浮动定价的机制，毛利率受原材料价格的影响较小。

**原材料价格上涨对机械企业毛利率影响的分析思路。**机械企业产品定价分为浮动定价与固定定价两种。（1）浮动定价通常是在成本的基础上，加上一定的成本利润率来对产品定价。这种情况下原材料成本对毛利率影响较小，包括液压支架、集装箱、造船等。（2）固定定价模式，还需要考虑直接材料占比、收入弹性等。机械产品虽然总体原材料成本占比高，但其中很多采购零部件，这部分零部件受钢材价格的影响需要考虑产品技术附加值等，其中的直接钢材成本占比可能并没有那么高。同时，收入也会对原材料成本影响起到调节，主要是收入增长较快时，固定成本摊销减少，对毛利率形成正向贡献。在产品价格相对稳定的情况下，固定定价的企业毛利率上行的空间相对较高。

图 3：各板块16Q3-18Q3毛利率变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### 细分领域分析：成本端和收入端对毛利率的影响

工业企业产品的生产成本包括固定成本、变动成本和混合成本：固定成本不受业务量变动的影响而保持不变，典型的如按直线法计提固定资产折旧费；变动成本主要是直接材料费、产品包装费、按件计酬的工人薪金等。

钢材上涨对某一细分行业毛利率影响主要取决于：（1）行业成本结构，包括钢材成本占比和固定成本占比。（2）行业收入增速。我们分析了工程机械、铁路设备、油气设备、机器人与自动化、3C自动化、泵与压缩机、电梯行业共7个机械子行业钢材价格下跌背景下毛利率的变化情况。

**毛利率对收入增速敏感性分析：**根据我们的测算，当钢材价格下跌15%时，工程机械、铁路设备、油气设备、机器人与自动化、3C自动化、泵与压缩机、电梯行业的收入需要分别下滑20%、20%、20%、30%、20%、30%和50%，才会抵消钢材价格对毛利率的影响。若收入不变，钢材价格下滑带来毛利率改善最大的领域是油气设备、电梯行业和机器人板块等。这一方面取决于原材料影响因子的大小，另一方面，当固定成本占收入的比重较高时，收入弹性较大，带来的毛利率边际改善也较大。

表 1：各领域钢材成本占比、收入增速及毛利率变化

|              | 工程机械  | 铁路设备  | 油气设备  | 机器人与自动化 | 3C 自动化 | 泵与压缩机 | 电梯行业  |
|--------------|-------|-------|-------|---------|--------|-------|-------|
| 原材料占比        | 90%   | 81%   | 66%   | 67%     |        | 82%   | 84%   |
| 直接钢材占比       | 10.8% | 8.8%  | 19.0% | 17.3%   | 5.1%   | 16.0% | 16.0% |
| 18Q1-3 毛利率   | 25.9% | 29.7% | 29.1% | 28.3%   | 41.5%  | 27.7% | 16.9% |
| 固定成本/营业收入    | 3.7%  | 3.1%  | 7.8%  | 3.5%    | 1.8%   | 4.3%  | 1.8%  |
| 18Q1-3 收入变动  | 45.9% | -2.3% | 17.0% | 29.4%   | 31.1%  | 17.4% | 6.8%  |
| 18Q1-3 毛利率变动 | 0.2%  | -1.7% | 1.2%  | 0.4%    | -2.7%  | -0.7% | -3.9% |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：毛利率对收入增速敏感性分析

| 收入增速 | 工程机械   | 铁路设备   | 油气设备   | 机器人与自动化 | 3C 自动化 | 泵与压缩机  | 电梯行业  |
|------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|-------|
| 10%  | 1.53%  | 1.22%  | 2.73%  | 2.18%   | 0.61%  | 2.13%  | 2.15% |
| 0    | 1.20%  | 0.93%  | 2.02%  | 1.86%   | 0.44%  | 1.74%  | 1.99% |
| -10% | 0.79%  | 0.58%  | 1.15%  | 1.48%   | 0.24%  | 1.25%  | 1.79% |
| -20% | 0.28%  | 0.14%  | 0.07%  | 0.99%   | -0.02% | 0.65%  | 1.55% |
| -30% | -0.38% | -0.42% | -1.33% | 0.37%   | -0.35% | -0.12% | 1.24% |
| -40% | -1.25% | -1.17% | -3.18% | -0.46%  | -0.79% | -1.16% | 0.82% |
| -50% | -2.48% | -2.22% | -5.79% | -1.63%  | -1.41% | -2.60% | 0.23% |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：假设钢材价格下滑15%。

### 个股维度的探讨

我们选取了5家披露直接材料占比的公司，分别是杭叉集团、浙江鼎力、诺力股份、康力电梯和豪迈科技，其直接钢材占总成本的比例分别是13.5%、7.4%、21.7%、16.0%、13.1%。至于收入增速，我们以2018Q1-3的实际收入增速为准。根据成本的拆分，我们测算了钢材价格变动幅度对毛利率影响的敏感性分析。

表 3: 毛利率对钢材价格波动的敏感性分析

| 钢材价格增速 | 杭叉集团   | 浙江鼎力  | 诺力股份   | 康力电梯   | 豪迈科技   |
|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 10%    | -0.86% | 0.18% | -1.40% | -1.41% | -0.07% |
| 5%     | -0.32% | 0.41% | -0.57% | -0.82% | 0.36%  |
| 0      | 0.21%  | 0.64% | 0.26%  | -0.23% | 0.79%  |
| -10%   | 1.29%  | 1.10% | 1.91%  | 0.96%  | 1.65%  |
| -20%   | 2.36%  | 1.56% | 3.56%  | 2.14%  | 2.51%  |
| -30%   | 3.44%  | 2.01% | 5.21%  | 3.33%  | 3.37%  |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 假设其收入增速保持18Q1-3的收入增速

当钢材价格下跌20%时，理论上5家公司毛利率分别增长2.36%、1.56%、3.56%、2.14%、2.51%，其中诺力股份毛利率改善幅度最大，浙江鼎力小幅上升。当钢材价格下跌时，钢材占比较高同时收入较快增长，其毛利率改善幅度也最大，反之亦然。

在成本端下行的背景下，结合行业的景气度，我们分析了一些具有投资机会的个股：

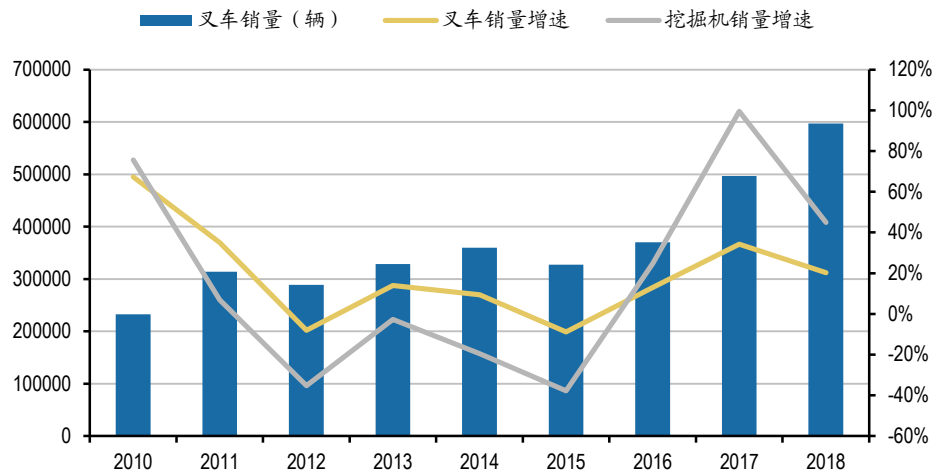
#### 1. 杭叉集团与安徽合力：弱周期、稳现金流，成本端下行带来利润弹性

**叉车行业稳定增长，周期属性偏弱。**叉车的需求涉及到仓储邮政、汽车行业、食品饮料等各种物料搬运工商业，下游应用非常广泛，使得叉车销量的周期属性偏弱。根据工业车辆协会的数据，在过去10年里，国内叉车销量仅2012和2015年出现负增长，分别同比下滑8.02%、8.90%，而周期品种挖掘机则在12-15年出现连续四年的下滑。在国内人力成本不断上升的背景下，传统的板车搬运将被叉车搬运所取代，AG叉车渗透率也在逐步提升，行业未来有望保持稳定的增长。

**杭叉集团与安徽合力：稳定的双龙头，现金流优异。**由于产品的成熟度相对较高，国内叉车行业竞争格局较为稳定，且在2011年之后基本已经实现了国产化。除了部分高端市场，国内企业市场份额超过80%。根据公司年报的披露，2017年行业双龙头安徽合力与杭叉集团合计销量22万台，市占率约45%。稳定的下游需求和竞争格局，给龙头企业带来了优异的现金流，根据年报的披露，2014-2017年间，安徽合力与杭叉集团的经营性净现金流基本保持在5-8亿元之间，股利支付率稳定在30%以上，其中安徽合力2017年的股利支付率在90%以上。

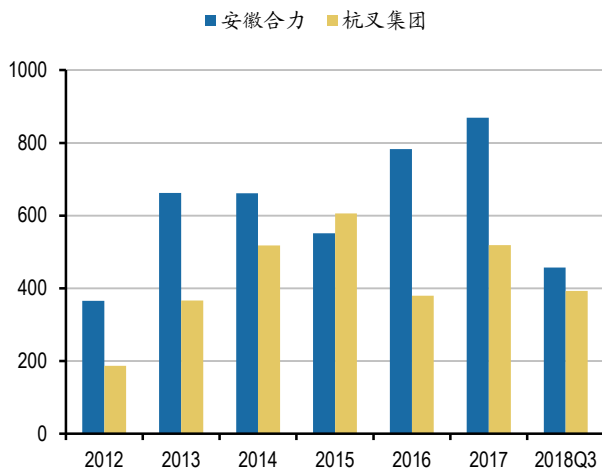
同时，由于钢材、平衡重、变速箱等原材料和结构件占营业成本的比重超过90%，原材料成本下跌的背景下，龙头企业毛利率有望得到改善，由此带来的业绩弹性值得关注。

图 4: 叉车销量 (辆) 及增速



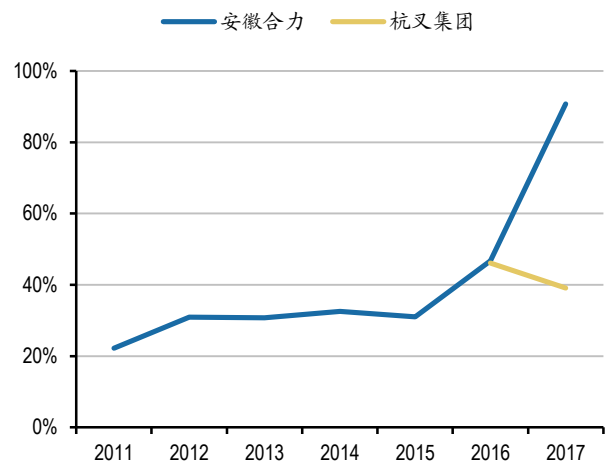
数据来源: 工业车辆协会, 广发证券发展研究中心

图 5: 经营性净现金流 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 安徽合力与杭叉集团股利支付率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 2. 诺力股份: 智能物流打开成长空间

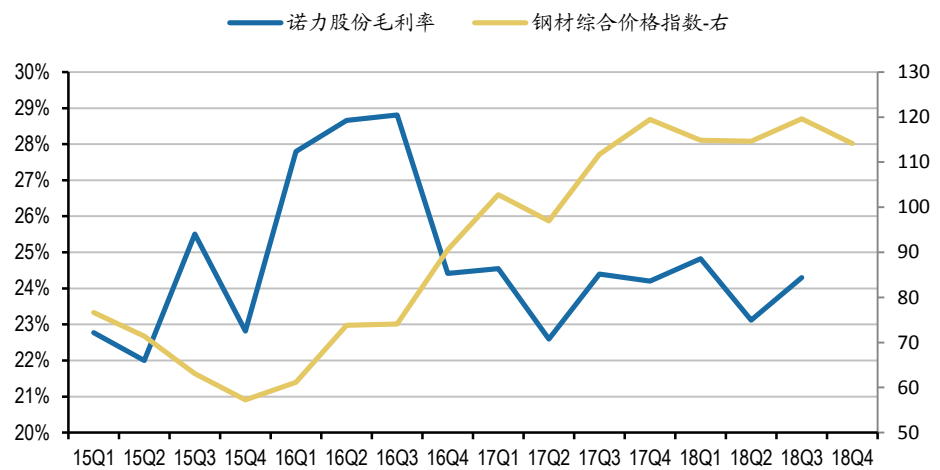
诺力股份是国内知名的仓储物流车辆制造商, 主要产品包括轻小型搬运车辆、电动仓储叉车。近年来, 公司拓展 AGV、高空作业平台以及立体车库等三个新兴业务。2017 年, 公司收购无锡中鼎, 成为国内智能物流系统综合解决方案提供商, 业务范围涵盖物流搬运、存储、输送等, 实现智能化全产业链布局。工业车辆中近 90% 的制造成本为原材料, 且钢材占比较高。从历史情况来看, 公司毛利率与钢材价格基本成反向关系。同时, 由于海外业务收入占比较高, 汇率的变化对毛利率也有较大影响。当前原材料价格下滑, 叠加人民币贬值, 公司综合毛利率有望稳步提升。



**叉车电动化趋势加速。**从细分结构来看，全年电动式叉车销量28万台，同比增长37.85%，占比达到47%，电动化趋势加速，但相比全球平均水平还有较大差距。根据年报的披露，2017年诺力电动步行式仓储车辆实现收入3.06亿元，同比增长36.6%，产品结构升级卓有成效，未来电动化率提升将为公司电动叉车发展带来机会。

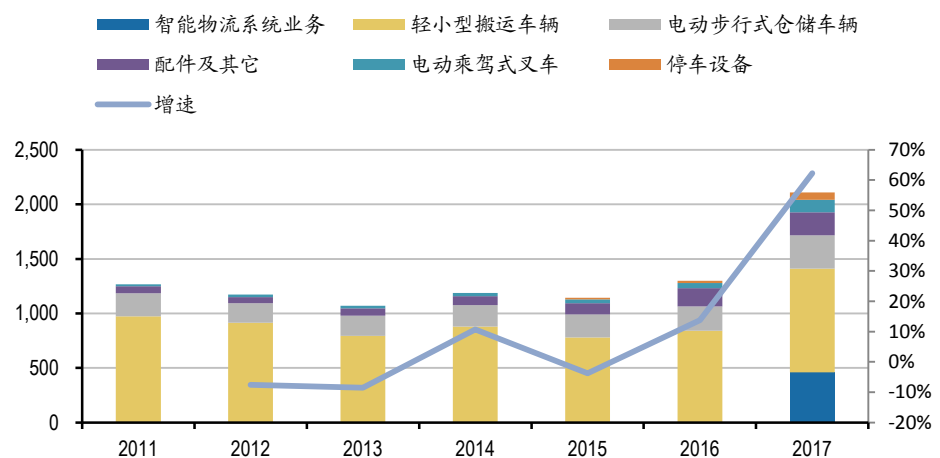
**智能物流打开成长空间。**随着下游物流行业的发展，智能物流系统集成及装备企业有望迎来发展期。子公司无锡中鼎是物流系统集成解决方案提供商，多年来为食品、医药、新能源、化工等行业提供服务。根据公告的披露，2018年上半年，无锡中鼎实现归母净利润3529.19万元，同比接近翻倍，并持续与宁德时代、比亚迪等国内龙头企业合作，当前在手订单充足。

图 7：诺力股份毛利率与钢材综合价格指数



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 8：诺力股份分项业务收入（百万元）



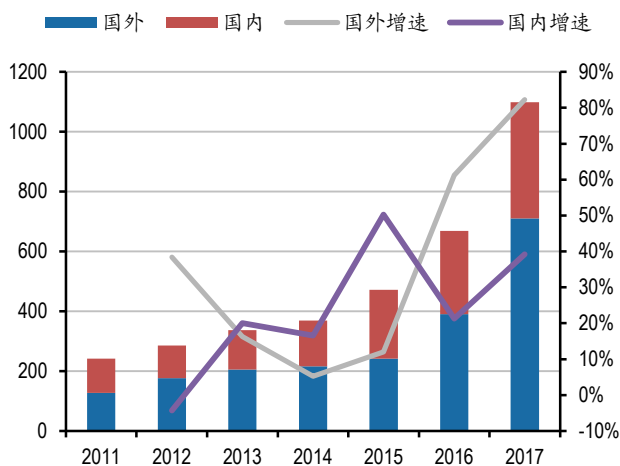
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

### 3.浙江鼎力：打造臂式新产品，提升技术附加值

高空作业平台能够实现对脚手架和人工的有效替代，经济性、安全性突出。鼎力作为国内最大的制造商已经完成卡位，竞争优势难以被短期复制。产品方面，6大系列80余种产品覆盖范围最广；市场方面，国内200余家下游租赁商都与鼎力有业务往来。公司推出的延长质保期、回收翻新等特有服务，以技术积累和服务优势应对新进入企业的价格竞争。

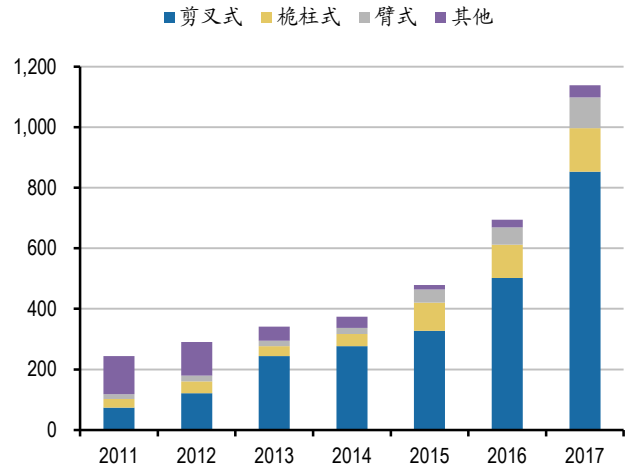
高空作业平台的类型较多，其中，臂式、剪叉式是最主要的两类产品，在海外，其市场容量往往各占半壁江山。臂式产品在自由度、灵活性、作业范围等方式具有优势，也意味着更高的技术要求和附加值。浙江鼎力在巩固剪叉式产品的竞争优势的同时，积极推进臂式等高端产品的发展。根据公告的披露，公司完成了对意大利Magni公司20%股份的收购，募投项目“大型智能高空作业平台”现正处于厂房建设阶段，能有效提升公司臂式产品生产能力，预计2019年建成。

图 9：浙江鼎力国内外收入（百万元）及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 10：浙江鼎力分类营业收入（百万元）



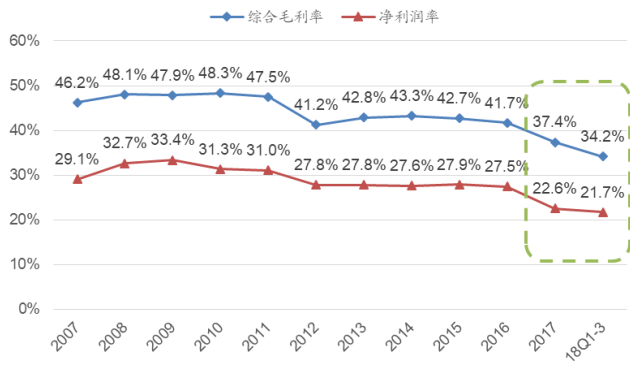
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

### 4.豪迈科技：成本端和汇率端对利润率产生的影响

豪迈科技是全球最大的轮胎模具企业，与全球前75名轮胎生产厂商中的62家建立了业务关系。目前，公司的轮胎模具国际市场占有率达到25%，轮胎模具出口占全国的80%以上。2017年以来，公司的毛利率及净利率水平较此前连续下行，这主要受原材料价格上涨、人工成本增加及汇率波动等因素的影响。公司超过50%的营业收入来自海外，2018年上半年，人民币先升后贬，为公司带来正向的汇兑收益。

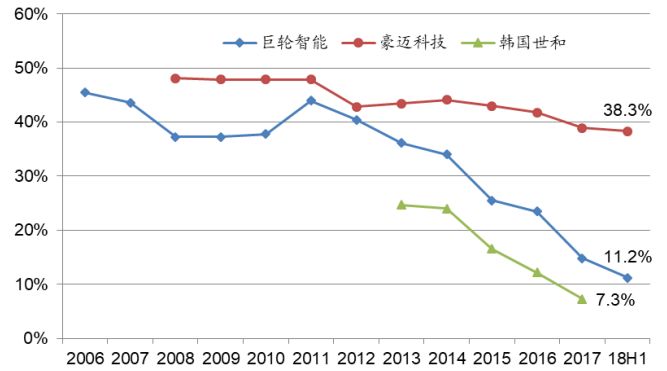
2015年以来，由于下游轮胎行业景气变化、加上原材料成本影响，轮胎模具企业的毛利率整体下行幅度较大，但豪迈科技仍保持较高的毛利率和净利润率，而主要同行的毛利率降至10%左右，相关业务处于亏损状态。基于豪迈科技领先的技术优势、规模优势、响应速度等，我们认为轮胎模具行业格局仍有进一步演化的空间。

图 11: 豪迈科技的综合毛利率及净利润率



数据来源: 豪迈科技年报, 广发证券发展研究中心

图 12: 三家企业的轮胎模具业务的毛利率



数据来源: 三家公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

## 二、子板块报告选读

### 2019年1月24日,《叉车行业稳步增长,关注弱周期、稳现金流龙头》 行业稳步增长,电动化趋势加速

根据工业车辆协会的数据,18年12月,我国叉车整体销量4.15万台,同比增长1.33%;1-12月累计销量59.73万台,同比增长20.23%,行业增速稳定。其中出口16.69万台,同比增长27.95%。从细分结构来看,全年电动式叉车销量28万台,同比增长37.85%,占比达到47%,电动化趋势加速,但相比全球平均水平还有较大差距。行业早期以内燃式叉车为主,随着环保概念的深入及排放标准的提高,电动叉车低污染、低能耗的优势逐渐凸显,市场发展空间较大。

#### 下游需求分散,叉车周期属性偏弱

工程机械的下游主要为地产和基建,而叉车的需求涉及到仓储邮政、电气机械、汽车行业、食品饮料等各种物料搬运工商业企业,下游应用非常广泛,使得叉车行业国内需求的周期属性偏弱。根据工业车辆协会的数据,在过去10年里,国内叉车销售仅2012和2015年出现负增长,分别同比下滑8.02%、8.90%。从发展动力来看,在国内人力成本不断上升的背景下,传统的板车搬运将被叉车搬运所取代,AG叉车渗透率也在逐步提升。同时,物流业的快速发展也为叉车需求提供支撑,行业未来有望保持稳定的增长。

#### 行业格局稳定,龙头企业现金流优异

由于产品的成熟度相对较高,国内叉车行业竞争格局较为稳定,且已经基本实现国产化。根据公司年报的披露,2017年行业双龙头安徽合力与杭叉集团合计销量22万台,市占率约45%。龙头公司现金流优异,2014-2017年间,两家企业的经营性净现金流基本保持在5-8亿元之间,分红率保持在30%以上。同时,由于钢材、平衡重、变速箱等原材料占营业成本的比重超过90%,在原材料价格下跌的背景下,龙头企业的产品毛利率有望得到改善,由此带来的业绩弹性值得关注。

**投资建议:**叉车的周期属性较弱,在下游仓储物流快速发展的背景下,行业有望获得持续、稳定的增长。当前竞争格局基本稳定,我们建议积极关注具有良好现金流、业绩增速确定性较高的龙头企业杭叉集团、安徽合力。同时,受益成本端下降,毛利率改善带来的业绩弹性值得关注,叉车行业有望迎来结构性投资机会。

**风险提示:**原材料价格波动风险、国际贸易环境恶化、汇率变化的风险、下游制造业投资需求波动带来的销量增速波动。

### 2019年1月24日,《机械设备行业:公募基金18Q4机械行业持仓分析》

我们选取偏股型基金(不含指数型)为研究对象,统计口径包括开放式股票型基金(不含指数型)、开放式偏股混合型基金、开放式灵活配置型基金和封闭式股票型基金(不含指数型),数据来源为Wind,统计口径为上述基金公布的前十大重仓股,研究公募基金18Q4机械行业持仓情况。

### 机械行业总体情况：连续2个季度配置比例提升，但仍处于低配状态

根据我们测算的基金持仓情况，2018年4季度末机械设备板块配置比例为3.50%，较3季度环比提升0.62个百分点，配置比例连续第二个季度增加。其中通用机械配置比例为1.09%，较Q3提升0.13%；专用设备配置比例为1.78%，较Q3增加0.16%，连续第四个季度增加；仪器仪表配置比例为0.28%，较Q3增加0.02%；金属制品连续4个季度配置比例不足0.01%；运输设备配置比例为0.35%，较Q3增加0.32%。机械设备配置比例自2017年2季度以来一直处于基金低配状态，但2018年3季度开始配置比例缓慢提升，2018年4季度末机械设备行业基金低配比例为0.61%。

### 子行业情况：工程机械持仓最高，铁路设备加仓显著

在所有子行业中，工程机械基金配置比例最高，为0.94%。除机械基础件、制冷空调设备、冶金矿采化工设备、纺织服装设备和金属制品以外的其他子行业2018年四季度的基金配置比例较2018年3季度均有提升，其中铁路设备基金配置比例提升最明显，为0.318%；冶金矿采化工设备基金配置比例下降最明显，为0.044%。大部分子行业处于基金低配状态，金属制品和铁路设备最为明显，基金低配比例分别为0.22%、0.21%。

### 公募基金持仓个股情况分析

从重仓持有的基金数量来看，2018Q4机械板块中重仓基金数量前三的分别是中国中车、三一重工和先导智能。相比2018Q3，重仓基金增加数量前三的分别是中国中车、先导智能和三一重工，重仓基金数量减少最多的分别是杰瑞股份、恒立液压和石化机械。从基金持股总市值来看，2018Q4机械行业持股市值排名前三的分别是三一重工、先导智能和恒立液压。从持仓变动来看，相比2018Q3，持仓量增加前三的公司分别是中国中车、三一重工和台海核电，持仓量减少前三的公司分别是徐工机械、柳工和天地科技。

**风险提示：**宏观经济变化导致机械产品需求波动；原材料价格变化影响企业盈利能力；细分领域竞争加剧的风险；企业创新和外延发展不确定性等。

### 2019年1月24日，《捷佳伟创（300724.SZ）：业绩符合预期，充分受益PERC电池扩产》

公司发布2018年业绩预告，公司2018年度归母净利润约为2.85-3.25亿元，同比增长12.19%-27.93%，业绩基本符合预期。

### “531”之后订单收入确认有所放缓，但在手订单充足

若按照本次预告的中枢值（3.05亿元）测算，2018年Q4单季度确认的净利润规模约为4374万元（Q1-Q3分别确认7677/10949/7500万元），同比增速约为3%，业绩增速有所放缓。2018年前三季度利润增速分别为8.7%/34.29%/25.87%，由于电池片工艺类设备收入确认周期较长，公司季度利润波动较大。光伏“531”政策之后，行业高效电池技术路线的探索趋势并没有改变，根据公司公告披露，公司2018年上半年新签订单规模依然达到了16亿元，在手订单达到了38.62亿元。前三季度公司预收款达到了14.86亿元，存货达到17.13亿元，表明当前公司获取订单趋势仍然较强。

**PERC电池扩产正当时，充分受益新增产能扩张和旧线改造需求**

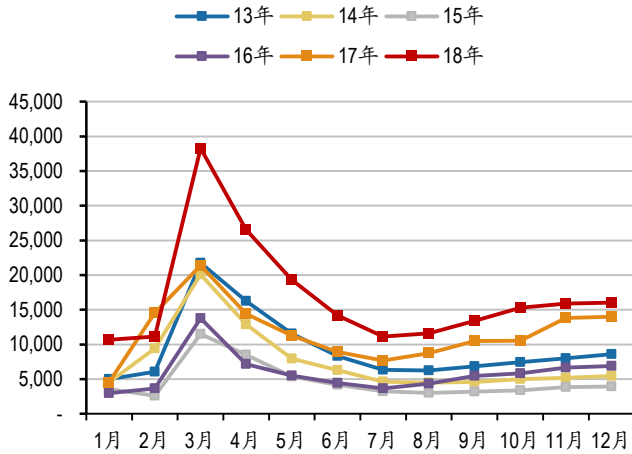
根据我们此前的测算，2018-2019年PERC电池新增产能有望接近50GW，同时2018年开始启动传统电池线的升级改造，2019年持续深化，根据公司公告披露，2018年上半年新签订单100%来自于湿法黑硅+背面钝化。PERC电池的路线得到产业普遍认同，在光伏最新的政策指导下，高效电池高转换效率有助于快速平价，也有助于带动公司订单持续增长。

**投资建议：**我们预计公司2018-2020年实现营业收入1585/2336/3055百万元，EPS分别为0.99/1.41/1.84元/股，对应最新股价的PE分别是31x/21.7x/16.7x。公司当前各项业务发展良好，订单饱满，伴随着PERC等先进电池技术的发展，公司在市场份额不断突破。考虑公司未来几年利润增速较高，且同行业公司2019年平均PE估值水平26x，公司估值具有提升空间，我们继续给予公司“买入”评级。

**风险提示：**下游光伏行业周期波动风险；产业政策变化风险；验收周期长导致的经营业绩波动风险；海外订单下降风险。

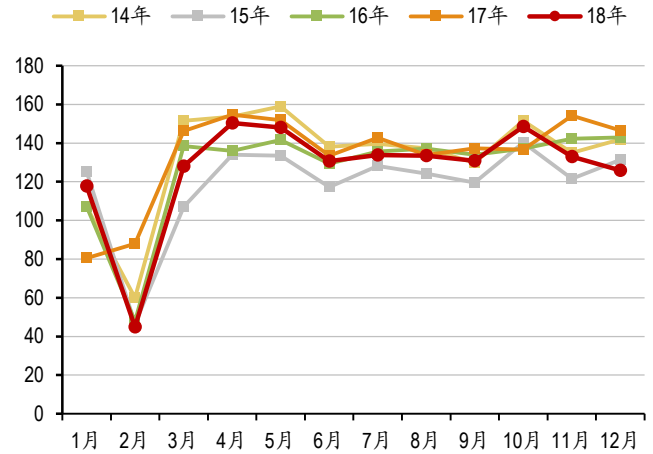
### 三、行业动态数据跟踪

图 13: 挖掘机销量(台)(2018.12)



数据来源: 工程机械协会, 广发证券发展研究中心

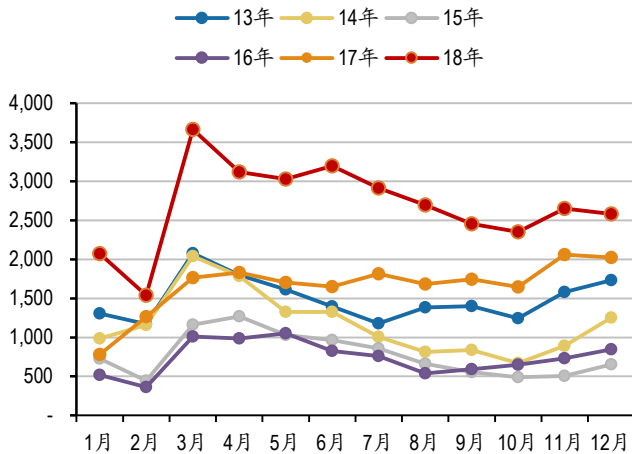
图 14: 挖掘机开机小时数.(2018.12)



数据来源: 小松官网, 广发证券发展研究中心

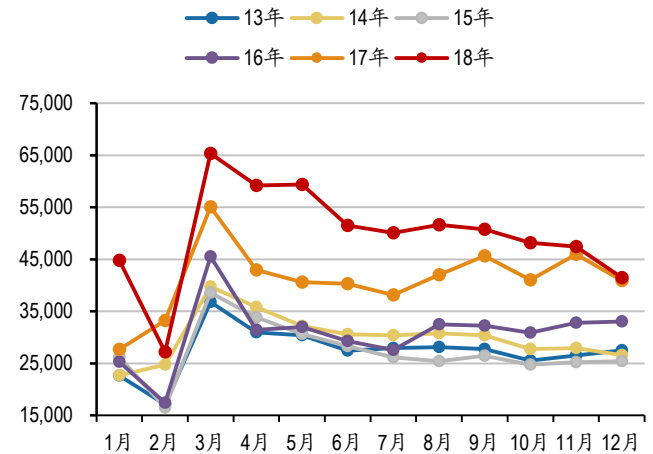
根据工程机械协会的数据显示, 2018年12月挖机销量16027台, 同比增长14.4%; 1-12月累计销量203420台, 同比增长45.0%。根据小松公司官网, 12月小松开机小时数125.9小时, 同比下滑14.1%, 环比下滑5%。

图 15: 汽车起重机销量(台)(2018.12)



数据来源: 工程机械协会, 广发证券发展研究中心

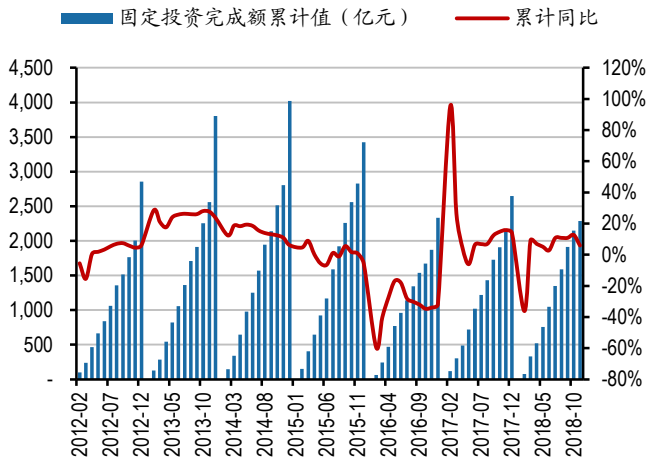
图 16: 叉车销量(台)(2018.12)



数据来源: 工程机械协会, 广发证券发展研究中心

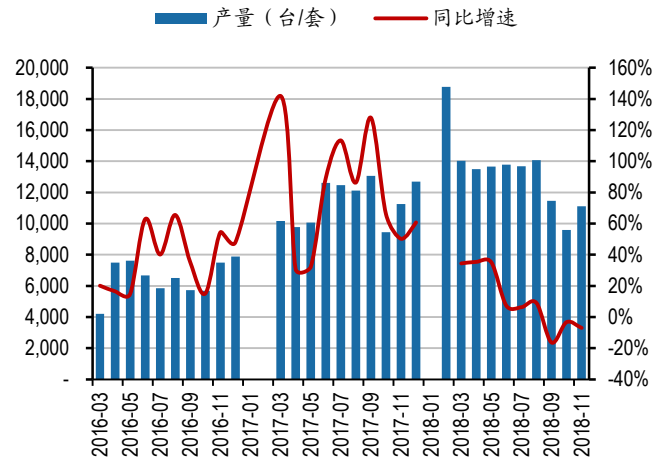
根据工程机械协会的数据显示, 2018年12月汽车起重机销量2583台, 同比增长27.68%; 1-12月汽车起重机共计销量32368台, 同比增长57.8%。2018年12月叉车销量41507台, 同比增长1.33%; 1-12月累计销量59.72万台, 同比增长20.23%。

图 17: 石油与天然气开采业固定资产投资完成额 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

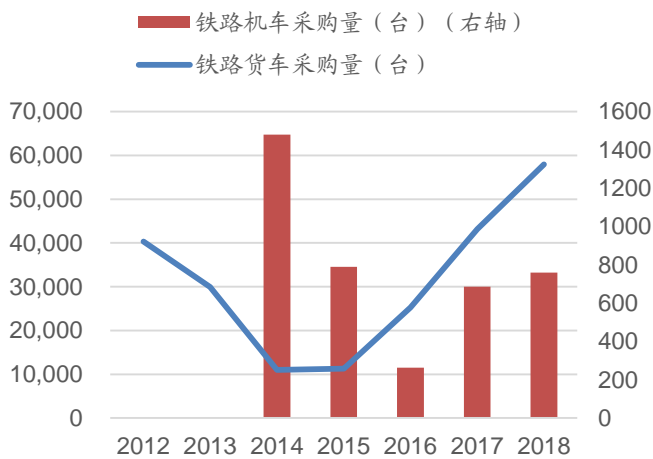
图 18: 工业机器人产量 (台/套)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

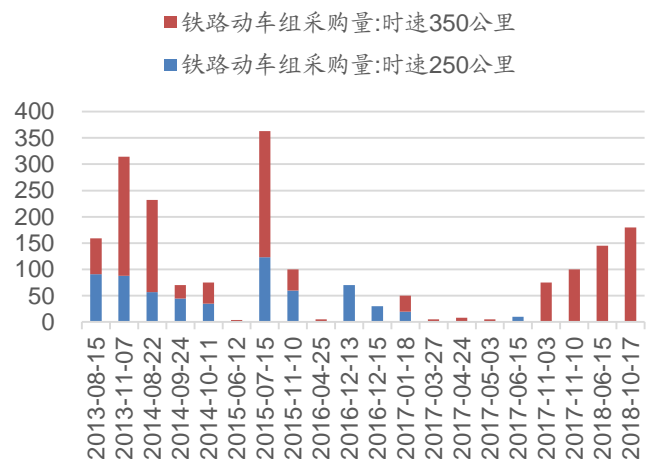
根据国家统计局数据, 2018年1-12月石油与天然气开采业固定资产投资累计完成额同比下滑0.7%。2018年12月工业机器人产量11961台, 同比下滑12.1%; 1-12月累计产量14.77万台, 同比增长4.6%。

图 19: 铁路机车和货车采购量



数据来源: 铁路统计公报, Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 铁路动车组采购情况 (标准列)



数据来源: 中国铁路建设投资公司, 广发证券发展研究中心

根据国家统计局数据, 2018年铁路货车采购量57940台, 同比增长34.2%; 2018年铁路机车采购量759台, 同比增长10.6%。根据中铁建披露, 2018年铁路动车组累计采购量325标准列。



## 四、投资建议

基于行业需求和估值水平，我们维持机械设备行业“买入”评级，看好的方向包括：

- 1、市场份额和利润率提升的工程机械龙头，重点个股如：三一重工、恒立液压；
- 2、周期不敏感和逆周期的龙头企业，重点个股如：浙江鼎力、华测检测、豪迈科技、巨星科技；
- 3、在工业自动化、核心零部件等领域通过商业化研发，产品落地应用推动快速成长的优秀企业，重点个股如：捷佳伟创、赢合科技、先导智能、博实股份等。

## 五、风险提示

**国内和海外宏观经济变化导致需求大幅波动的风险。**以工程机械、集装箱、能源装备等产品为例，其需求分别对房地产和基建投资、集装箱航运、能源价格等具有高度敏感性。而对于铁路轨交设备、3C自动化、锂电设备等采购主体相对集中的行业，单一客户的订单招标和项目交付对相关企业的营业收入和利润具有重要影响，需注意客户集中度较高的相关设备企业的盈利波动风险。近期，贸易争端仍处于演化过程，加征关税等行为陆续实施，对出口相关国家占收入比重较高的企业将形成需求减少或盈利下降的压力。

**细分领域竞争加剧的风险。**随着需求变化，细分领域的企业之间的竞争关系也在演化，如果竞争加剧，导致产品价格下降，企业盈利存在较大幅度下滑的风险。

**如果原材料价格大幅上升，将压制机械企业盈利能力。**机械企业通常采取成本加毛利的方式进行定价，而转移成本压力的力度取决于行业竞争情况、行业产能利用率，以及企业的主动策略行为。在零部件等配套设备领域，主机厂与供应商存在合作关系变化的风险。

**企业创新业务和外延发展具有不确定性。**机械企业普遍有进行新业务拓展，特别是在3C自动化、半导体设备、新能源设备等领域，技术进步、产品突破具有不确定性的风险。

## 广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，6年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                | 深圳市                     | 北京市                 | 上海市                    | 香港                  |
|------|--------------------|-------------------------|---------------------|------------------------|---------------------|
| 地址   | 广州市天河北路183号大都会广场5楼 | 深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层 | 北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼 | 香港中环干诺道中111号永安中心14楼 |
| 邮政编码 | 510075             | 518026                  | 100045              | 200120                 | 1401-1410室          |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn     |                         |                     |                        |                     |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。