

机械行业研究 买入 (维持评级)

行业点评

王华君
分析师 SAC 执业编号：联系人
S1130519030002 zhaojin1@gjzq.com.cn
wanghua jun@gjzq.com.cn

赵晋
联系人
zhaojin1@gjzq.com.cn

朱荣华
联系人
zhuronghua@gjzq.com.cn

丁健
联系人
dingjian@gjzq.com.cn

赵玥炜
联系人
zhaoyuewei@gjzq.com.cn

“专项债”对工程机械的影响简析

事件

- 6月10日，中共中央办公厅、国务院办公厅联合对外发布《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。《通知》提出，“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”。

评论

- 政策目的：**通过允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，解决基建项目受限于资本金不足的困扰，从而推动基础设施建设，提升内需。本政策意在加大逆周期调节力度，更好发挥地方政府专项债券的重要作用，着力加大对重点领域和薄弱环节的支持力度，增加有效投资、优化经济结构、稳定总需求，保持经济持续健康发展。

我们认为：2018年7.31国常会提出“基建补短板”以来，尽管中央经济工作会议等多项会议文件一再强调保障平台合理融资需求、加强有效投资力度，但基建项目仍受限于资本金不足的困扰。允许将专项债券作为重大公益性项目资本金，突破了过往关于“债务性资金不得用于项目资本金”的限制。积极鼓励金融机构提供配套融资支持，明确了“专项债+市场化融资”的组合融资方式。

- 对基建拉动有多大？**根据国金固收团队的分析，乐观情形下预计新增基建投资6040亿元，对于全年基建投资增速拉动为3.4个百分点；乐观情景下，国金固收团队对于2019年基建投资增速从年初预计的同比增长6.7%上调到同比增长10%左右。

国金固收团队测算：乐观情形下由于专项债发行以项目自平衡作为基本要求，假设所有新增专项债项目都符合项目收益偿还专项债券本息后仍有专项收入，即满足配套融资条件。考虑到目前专项债类型中以土储和棚改债为主，今年以来符合项目要求的收费公路、轨交、水资源工程等专项债总计发行639.5亿元，占全部新增专项债规模的比例仅为7.4%，即使假设全年比例提高到10%，扣除已经发行规模，预计年内还有1510亿元相关项目专项债发行。公路、轨交等项目资本金比例为20%，按照5倍杠杆计算，新增专项债资金如果全部作为资本金，有望新增基建投资6040亿元，相比于2018年17.6万亿元基建投资完成额，占比仅为3.4%。乐观情形下，国金固收团队对于全年基建投资的增速预测从年初的6.7%上调到10%左右。

- 对工程机械的影响有多大？**国金机械军工团队对于今年投资增速的假设之前分别是地产投资增长5-10%，基建投资增长5%左右。如果基建投资增速超预期，假设基建增速上调2个百分点，有望提升未来一年挖掘机销量增速3-7个百分点左右。

分析模型1：挖掘机总需求（对应挖掘机存量约150万台）=基建需求*50%+地产需求*20%+采矿业需求*10%+制造业需求*10%+农村需求*10%。注：挖掘机下游需求假设：基建：房地产：采矿业：制造业：农村需求=50%：20%：10%：10%：10%。

我们如果假设本次专项债政策对基建需求提高2个百分点（考虑到之前国金固收团队3.4%的预测为乐观情景），则挖掘机总需求提升1个百分点。考虑到总需求对应的是150万台左右的挖掘机存量，1个百分点相当于1.5万台挖机。1.5万台的挖掘机增量，对于2019年预计22万台左右（2018年20万台左右的销量），影响程度预计在7%左右。

分析模型2：假设基建投资提升2%（2018年基数17.6万亿元），相当于基建投资增加3500亿元，假设这3500亿元中设备采购中挖掘机占比1-2%（假设比例仅供参考），也就是35-70亿元，挖掘机一年销售收入约为1000亿元左右（2018年为20万台，假设单价50万元/台），则提升挖掘机收入3-7个百分点。

- 预计2019年挖掘机销量有望同比增长10%以上；2019-2020年汽车起重机、混凝土机械在工程机械龙头中的业绩贡献占比将有较大提升。**2018年挖掘机销量超预期主要原因是房地产固定资产投资超预期增长、更换需求以及出口销量的大幅增长。根据国家统计局数据，2019年1-4月基础设施建设投资同比增长4.4%；房地产开发投资同比增长11.9%，持续超出年初市场预期。如果基建投资提速，我们预计2019年挖掘机销量增速有望超10%（1-5月挖掘机销量同比增长15%），销量有望持续创新高。

投资建议

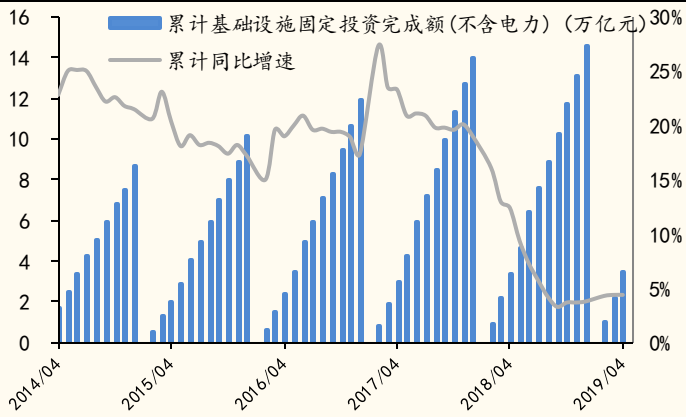
- 看好工程机械主机龙头和零部件龙头，重点看好三一重工、徐工机械、中联重科、恒立液压、浙江鼎力。**三一重工、徐工集团分别位居国内挖掘机内资品牌前2名。徐工机械、中联重科汽车起重机和混凝土机械业务2019-2020年业绩弹性大。

风险提示

- 基建及房地产投资低于预期风险、宏观政策调控风险、行业竞争加剧、原材料价格波动风险。

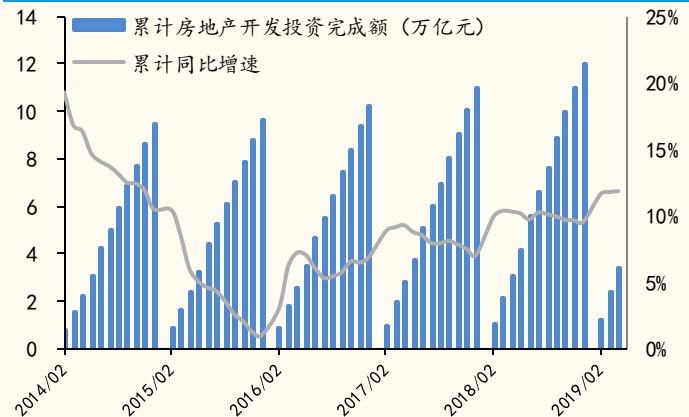
附录：基建、房地产投资及工程机械相关数据

图表 1：2019 年 4 月基建投资完成额增速 4.4%



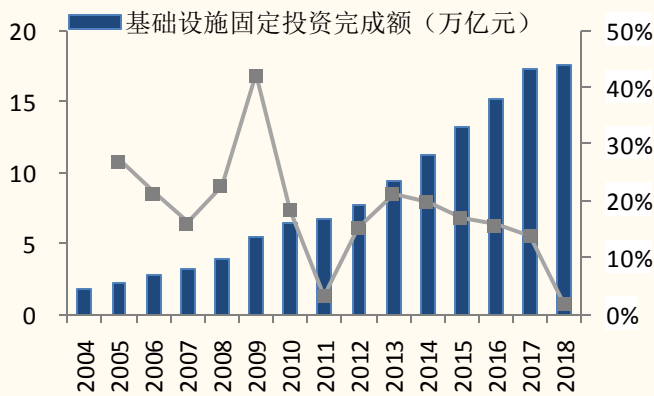
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 2：2019 年 4 月房地产开发投资增速 11.9%



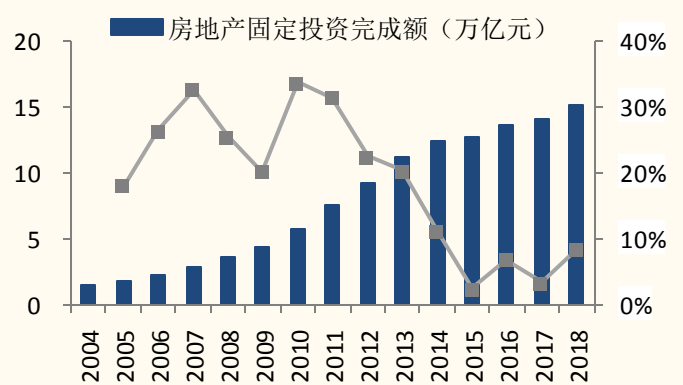
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 3：2018 年基建投资 17.62 万亿元，增长 1.82%



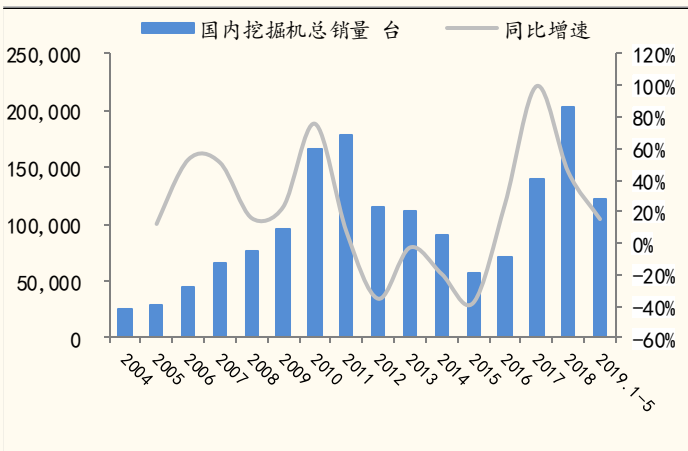
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 4：2018 年地产投资 15.13 万亿元，增长 8.3%



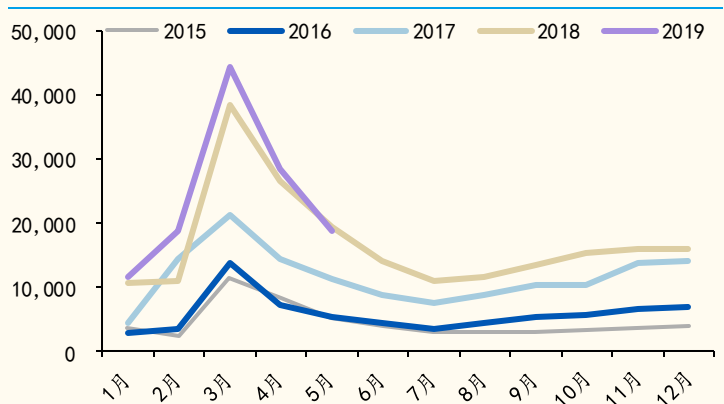
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 5：2019 年 1-5 月挖掘机销量同比增长 15.25%



来源：工程机械协会，国金证券研究所

图表 6：2019 年 5 月挖掘机销量同比下滑 2.15%



来源：工程机械协会，国金证券研究所

图表 7：挖掘机各类机型需求结构：基建、地产、矿山、制造业及农村需求

挖掘机需求	细分需求	大挖	中挖	小挖	需求描述
城镇需求	基建	大挖	中挖	小挖	铁路、公路、水利工程用中挖和大挖为主 房地产多用中挖，部分用小挖 采矿业多用大挖 制造业多用中挖、小挖 农村需求来源：以小挖为主，包括大量的微挖（MINI 挖）
	房地产		中挖	小挖	
	采矿业	大挖			
农村需求	制造业		中挖	小挖	

来源：国金证券研究所整理（注：大中小挖按照小挖<20t，中挖 20-30t，大挖>30t 分类）

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH