

机械行业研究 买入 (维持评级)

行业点评

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

工程机械龙头：受益基建项目资本金下调、“逆周期”调节加码事件

- 11月13日召开的国务院常务会议决定，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%。对公路、铁路、生态环保、社会民生等方面基础设施项目可适当降低资本金最低比例不超过5个百分点。基础设施等项目可通过发行权益型、股权类金融工具筹措不超过50%比例的资本金。这是自2015年以来我国再次下调基础设施项目最低资本金比例，政策超预期，“逆周期”调控政策持续加码。

评论

- 基建“逆周期”政策不断加码，铁路、公路等交通项目最低资本金比例有可能降至15%左右。**2018年7月国常会提出“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。2019年6月，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》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。11月13日国常会中提出进一步下调基建项目资本金最低比例。2015年部分城市和项目的资本金比例就有过调整，其中港口、沿海及内河航运、机场项目调整为25%，城市轨道交通项目调整为20%，铁路、公路项目由调整为20%。此次是国家又一次下调部分基础设施项目最低资本金比例，意味着铁路、公路等交通项目最低资本金比例有可能降至15%左右。
- 基础设施建设数据现拐点，基建投资单月增速连续2月上升。**虽然固定资产投资累计同比增速仍在下行，但基础设施建设累计同比增速从8月起已连续两月上升。1-9月基础设施建设投资完成额累计增长4.5%，8/9月当月同比增长6.7%、6.3%，增速反弹，基础设施建设将继续发力。今年1-9月全国地方政府债发行4.2万亿元，新增专项债发行了2.13万亿元（新增专项限额为2.15万亿元，完成度99%）。国务院常务会议提出，专项债用途将向交通基础设施、能源、环保等方向倾斜，未来投向基建项目的资金将远超此前，且在一定条件下可用作项目资本金。
- 基建稳增长效用显现，持续利好工程机械龙头。**1-10月挖掘机累计销量19.6万台，增长14.4%，基本达到2018年全年水平。10月挖机销量增长11.5%，其中内销、出口增长10.2%、21%；1-10月累计销量增长14.4%，内销、出口增长12.1%、37.8%。核心零部件厂商在四季度的排产具备持续性，考虑存量挖掘机寿命和环保因素驱动的更新需求，我们判断四季度挖掘机销量增速有望维持在10%左右，2019年全年销量有望超23万台，增速接近14%。11月7-9日挖机年会召开，协会、主机厂、经销商/代理商、供应商等对2020年挖掘机销量预测偏谨慎，增速的预期中枢在-10%~0%；我们根据挖掘机更新需求、环保需求等研判，2020年挖掘机销量有望保持基本持平。受益于逆周期驱动的基建投资回升以及风电装机保持较高景气度，判断2020年起重机增长持续性较好；受益于更新换代以及环保治超等因素，预计2020年混凝土机械仍将保持较高增速。

投资建议

- 看好工程机械主机龙头和零部件龙头，重点推荐三一重工、恒立液压、浙江鼎力、中联重科、徐工机械。**国内设备更新需求增长、基建托底政策、环保力度加强、人工替代等因素持续推动工程机械销量增加。长期来看，中国工程机械行业保有量增大带来的巨大需求量可以适当平滑周期波动。三季度挖掘机销量增长好于市场预期，汽车起重机销量增速由负转正，混凝土机械保持较高增速，工程机械龙头经营性现金流净额高于净利润，资产负债表持续修复，财务指标稳中向好。本轮周期的竞争环境以及相关公司的现金流水平均好于上轮周期；行业龙头市占率提升。我们持续推荐工程机械龙头三一重工、恒立液压、浙江鼎力、中联重科、徐工机械。

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。

附录一：工程机械公司盈利预测及估值

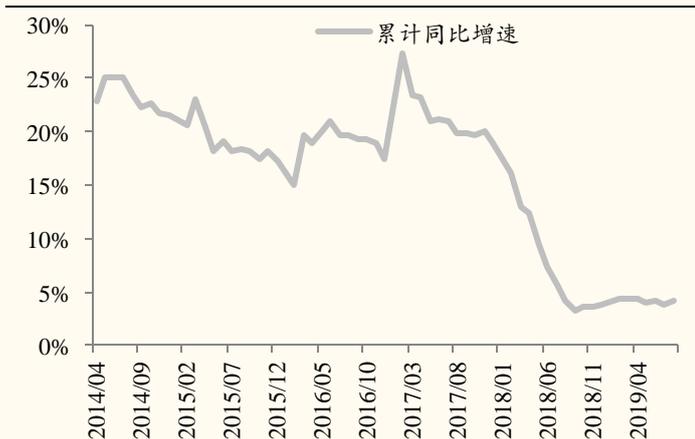
图表 1：重点公司盈利预测，重点推荐三一重工、恒立液压、浙江鼎力，看好中联重科、徐工机械

代码	公司	市值 (亿元)	股价	18EPS	19EPS (E)	20EPS (E)	21EPS (E)	18PE	19PE	20PE	21PE	PB
600031	*三一重工	1175	13.96	0.75	1.34	1.60	1.77	19	10	9	8	2.80
601100	*恒立液压	367	41.6	0.95	1.36	1.69	1.95	44	31	25	21	7.06
603338	浙江鼎力	225	65.02	1.94	1.70	2.28	2.99	34	38	29	22	7.62
000157	*中联重科	467	5.93	0.26	0.54	0.65	0.74	23	11	9	8	1.24
000425	*徐工机械	345	4.4	0.26	0.50	0.62	0.69	17	9	7	6	1.28
603638	艾迪精密	105	27.25	0.86	0.86	1.15	1.50	32	32	24	18	8.88
000528	柳工	92	6.23	0.54	0.69	0.77	0.84	12	9	8	7	0.92

来源：Wind，国金证券研究所（带*为国金机械军工团队覆盖标的，其余公司均采用wind一致预期，股价为2019年11月13日收盘价）

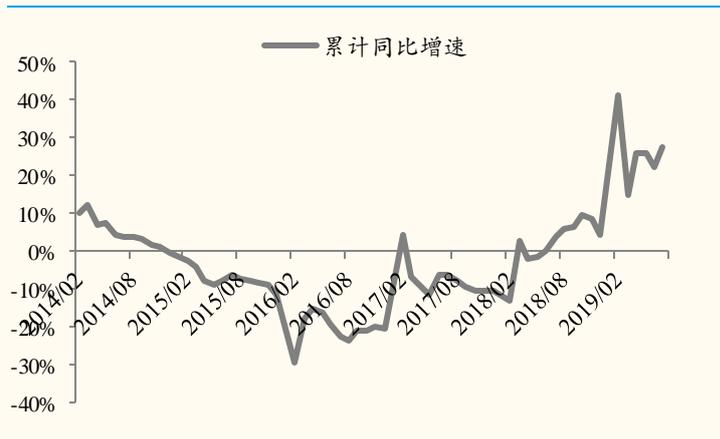
附录二：基建、房地产投资及工程机械相关数据

图表 2：2019 年 1-9 月基建投资完成额（不含电力）增速 4.5%



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 3：2019 年采矿业投资额大幅增长，1-9 月累计增长 26.2%



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 4：2019 年 1-9 月房地产开发投资增速 10.5%



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 5：房屋新开工面积 1-9 月累计同比增长 8.6%



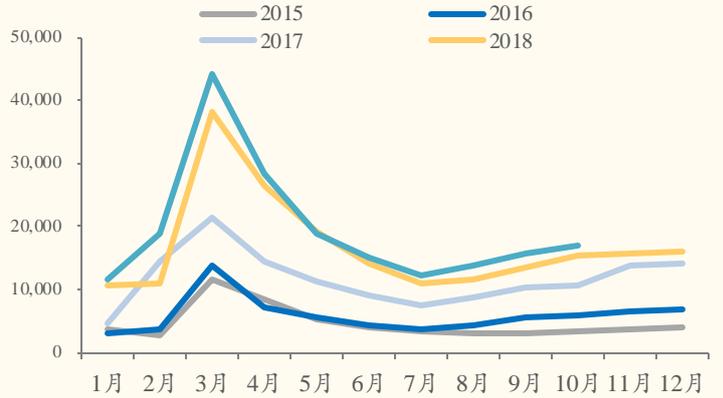
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 6: 2019 年 1-10 月挖掘机销量同比增长 14.4%



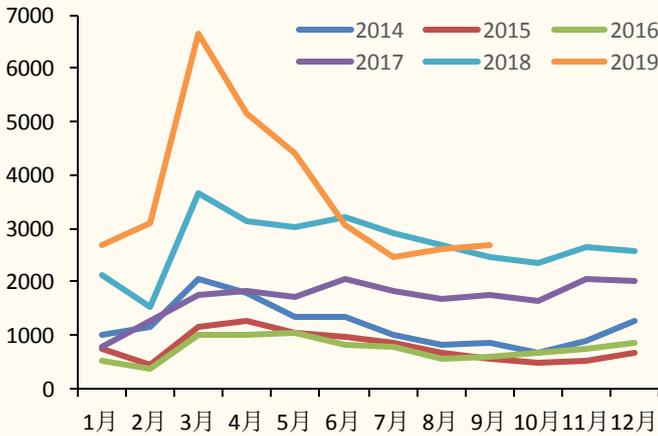
来源: 工程机械协会, 国金证券研究所

图表 7: 2019 年 10 月, 挖掘机单月销量同比增长 11.5%



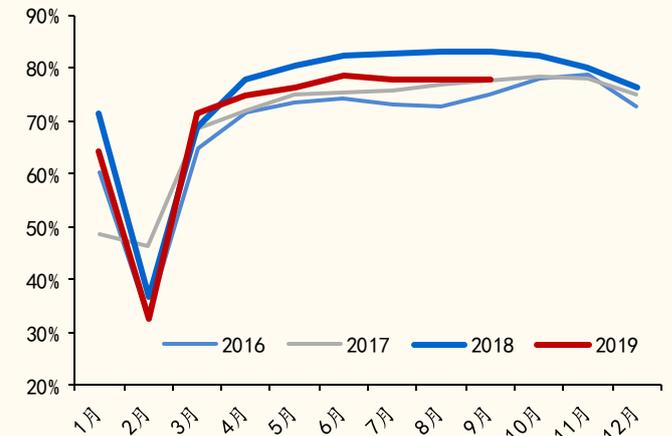
来源: 工程机械协会, 国金证券研究所

图表 8: 汽车起重机 2019 年 9 月单月销量同比增长 9%



来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

图表 9: 9 月庞源租赁吨米利用率 78%



来源: Wind, 国金证券研究所

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