



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

以业绩确定性为主线，优选细分行业龙头 ——2020年机械设备行业投资策略

分析师：

2019年12月5日

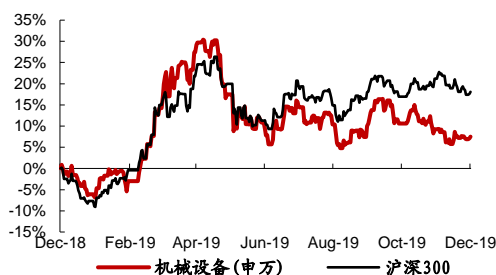
崔国涛

执业证书编号：S1380513070003

联系电话：010-88300848

邮箱：cuiguotao@gkzq.com.cn

SW 机械设备与沪深 300 指数走势对比情况



数据来源：wind

行业评级

强于大市

相关报告

1. 把握周期，精选成长
2. “周期”市场格局重塑，“成长”增量空间打开
3. 危中有机，砥砺前行

- 2019年以来受国内宏观经济下行压力加大及固定资产投资放缓等多重因素共同影响，机械设备板块表现相对一般。截止到2019年11月29日，SW机械设备指数上涨13.82%，跑输沪深300指数13.35个百分点。
- 基金对机械设备板块持续低配。截止到2019Q3，基金对机械设备板块的配置规模为228.13亿元，环比下降3.54%，持仓规模连续两个季度环比出现下降。目前机械设备板块基金持仓占比为2.04%，低于近十年间3.20%的中位数水平，处于历史相对低位，但部分细分子行业的配置力度有所加强。
- 以业绩确定性为主线，优选细分行业龙头。通过观察机械设备各板块2019年前三季度经营情况与基金配置之间的关系可以看出，当前阶段机构持股向基本面向好的个股集中。在宏观经济持续承压的大背景下，建议关注工程机械、油气设备、锂电设备等几个业绩增长相对确定的板块。
- 工程机械景气度将延续，行业集中度抬升过程中关注龙头。2020年部分专项债务限额1万亿元的提前下达及固定资产投资项目资本金比例的下调旨在对基建补短板领域精准发力，有利于基建投资增速企稳回升。在行业替换周期到来以及一带一路战略背景下出口增量市场打开等多重因素共振下，工程机械景气周期有望拉长，建议关注三一重工、徐工机械、中联重科。
- 增储上产背景下，油气设备板块迎发展机遇。近年来我国油气勘探开发投资力度相对不足，石油、天然气供需矛盾日益突出，油气对外依存度的急剧上升使国家能源安全问题关注度不断提高，国内油气资源勘探开发力度增强以提高国内油气供应能力是必然选择，在一系列政策驱动下，国内油气设备公司盈利能力具备上行基础，建议关注杰瑞股份。
- 锂电池扩产潮在全球铺开，锂电设备增量市场打开。补贴退坡导致短期国内新能源汽车产销量出现同比下滑，动力电池装机量增速随之放缓。未来随着低端产能出清，头部电池企业市场份额会持续加大，与大客户形成深度绑定的锂电设备企业市场竞争力将进一步强化。此外，在新能源汽车渗透率提升大势所趋的背景下，全球锂电池扩产潮持续，将给锂电设备市场注入新的增量空间，凭借技术优势率先切入国际高端产业链的企业将拥有优势赛道，建议关注先导智能。
- 风险提示：工程机械板块公司业绩增长低于预期；油价超预期波动，油气公司资本支出力度低于预期；锂电设备因下游产品价格下滑带来行业整体盈利能力下滑；中美贸易争端引致的市场风险；国内外二级市场系统性风险。

目录

1. 机械设备板块业绩及二级市场表现情况	4
1.1 SW 机械设备板块净利润增速有所上升	4
2.1 2019 年板块二级市场表现及行业估值情况	6
2. 基金对机械设备板块的配置变化情况	7
2.1 基金持仓整体情况.....	7
2.2 基金对机械设备板块的配置情况.....	7
3. 机械设备板块投资策略	10
3.1 工程机械行业景气度将延续，龙头企业更具价值.....	10
3.1.1 基建投资增速有望企稳回升.....	10
3.1.2 工程机械市场格局不断优化.....	11
3.2 增储上产背景下，油气设备板块迎发展机遇	14
3.3 国内新能源汽车行业短期低迷，锂电设备仍具发展潜力	17
3.3.1 我国新能源汽车行业短期低迷，但其渗透率提升是大势所趋.....	17
3.3.2 锂电池扩产潮持续，绑定大客户的锂电设备企业更具前景.....	18
4. 重点公司估值	19
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：我国 GDP 同比增速有所下行（亿元）	4
图 2：我国固定资产投资完成额及累计同比情况（亿元）	4
图 3：我国工业企业收入及利润总额同比变化情况(亿元).....	4
图 4：机械设备主要子行业利润增速变化情况	4
图 5：机械设备板块前三季度收入情况（万元）	5
图 6：机械设备板块前三季度归母净利润情况（万元）	5
图 7：机械设备板块前三季度毛利率及净利润率变化情况	5
图 8：机械设备板块前三季度期间费用率变化情况	5
图 9：SW 机械设备与沪深 300 指数相对涨跌幅	6
图 10：SW 机械设备二级子行业与沪深 300 指数相对涨跌幅	6
图 11：SW 机械设备估值溢价率变化情况（PE TTM）	6
图 12：SW 机械设备二级子行业估值变化情况(PE TTM).....	6

图 13: 2019 年以来基金行业配置变化情况	7
图 14: 近四个季度基金持仓行业分布情况	7
图 15: SW 机械设备基金持仓规模 (万元)	8
图 16: 机械设备板块配置与基金持仓总规模变化对比	8
图 17: 基金对机械设备板块仍然处于低配	8
图 18: 机械设备持仓集中度提升	8
图 19: 机械设备板块分行业配置情况	9
图 20: 机械设备涵盖的子板块基金超配情况	9
图 21: 我国三大投资同比变化情况	11
图 22: 基建、地产以及制造业投资对 GDP 的拉动率	11
图 23: 近年来国内挖掘机销量变化情况 (台)	12
图 24: 国内不同吨位挖掘机销量占比情况	12
图 25: 近年来国内挖掘机市场份额变化情况	12
图 26: 国内龙头企业挖掘机市占率提升	12
图 27: 国内龙头企业海外业务收入占比情况	13
图 28: 近年来挖掘机出口量变化情况 (台)	13
图 29: 工程机械板块前三季度净利润变化情况 (万元)	13
图 30: 工程机械板块前三季度毛利率/净利润率变化情况	13
图 31: WTI/布伦特原油价格走势变化情况 (美元/桶)	14
图 32: OPEC 原油产量变化情况 (千桶/天)	15
图 33: 全球及美国钻井平台数量变化情况 (个)	15
图 34: 我国原油对外依存度变化情况 (万吨)	15
图 35: 我国天然气对外依存度情况 (亿立方米)	15
图 36: 油气设备板块前三季度净利润变化情况 (万元)	17
图 37: 油气设备板块前三季度毛利率/净利润率变化情况	17
图 38: 我国新能源汽车月度产销量情况 (辆)	17
图 39: 近年来我国新能源汽车产销量情况 (辆)	17
图 40: 我国动力电池装机总电量月度变化情况 (GWh)	18
图 41: 2018 年动力电池装机电量占比	19
图 42: 2019 年 1-9 月动力电池装机电量占比	19
表 1: 2019 年前三季度机械设备子板块收入及净利润变化情况 (万元)	10
表 2: 近期有关加大勘探力度、增储上产的相关事件整理	16
表 3: 重点公司盈利预测与估值情况	19

1. 机械设备板块业绩及二级市场表现情况

1.1 SW 机械设备板块净利润增速有所上升

2019 年受贸易不确定性及制造业投资大幅放缓影响, 全球经济增长动能持续减弱。我国经济运行在需求萎缩的情况下整体承压, 2019 年三季度 GDP 同比增长 6%, 为 2009 年二季度以来新低。2019 年 1-10 月, 我国固定资产投资完成额为 51.09 万亿元, 同比增长 5.2%, 较 2018 年同期增速回落 0.5 个百分点。

图 1: 我国 GDP 同比增速有所下行 (亿元)

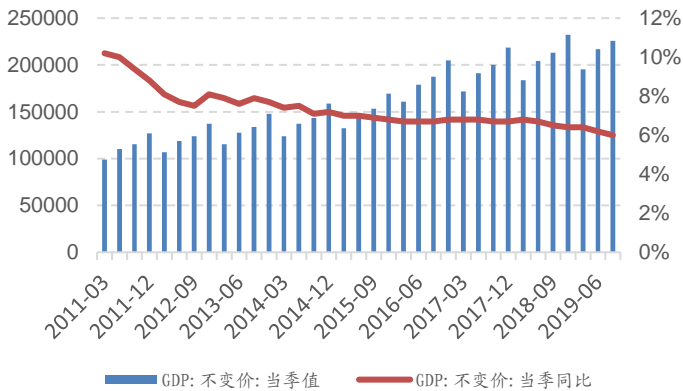
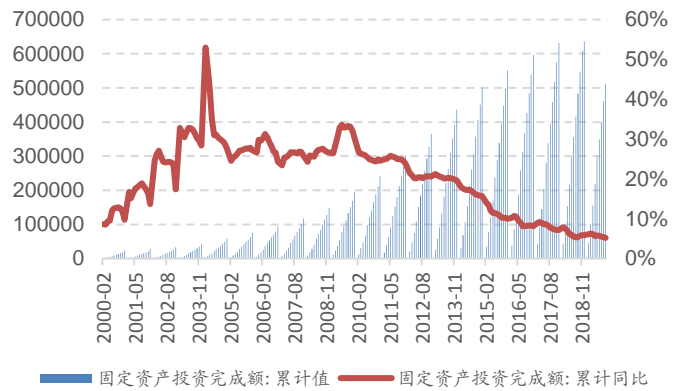


图 2: 我国固定资产投资完成额及累计同比情况 (亿元)



资料来源: Wind、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

2019 年 1-10 月, 我国规模以上工业企业利润总额为 5.02 万亿元, 同比下降 2.9%, 在宏观经济下行压力犹存, 中美贸易战反复的大背景下, 我国企业面临一定的经营压力, 从累计利润增速角度来看, 进入 2019 年以来我国规模以上企业利润累计同比增速持续为负。从机械行业主要子行业情况来看, 2019 年 1-10 月, 金属制品业、通用设备制造业、专用设备制造业、仪器仪表制造业利润累计同比增速分别为 10.9%、2.8%、12%、5.4%, 除金属制品业同比上升 5.4 个百分点之外, 其余三个子行业分别下降 6、9.1、1.8 个百分点。

图 3: 我国工业企业收入及利润总额同比变化情况 (亿元)

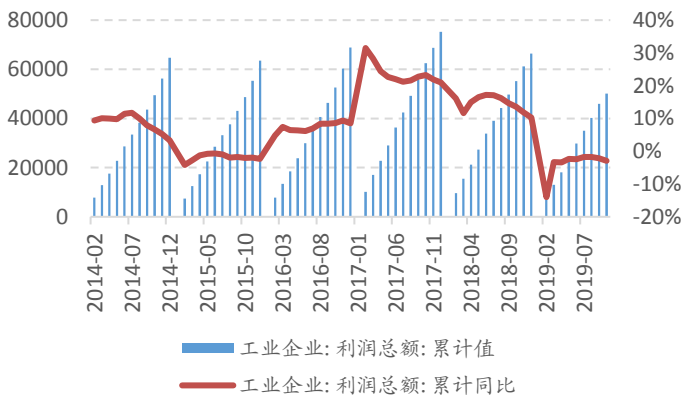
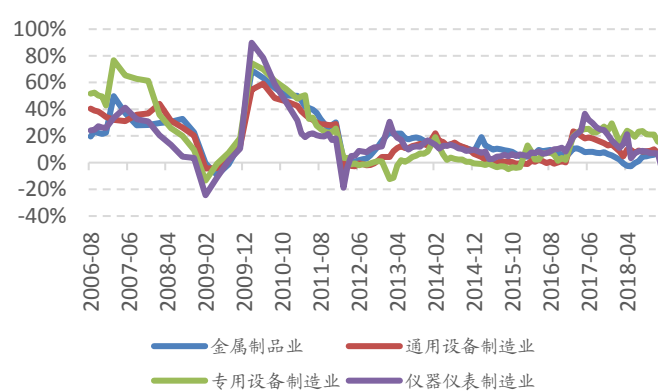


图 4: 机械设备主要子行业利润增速变化情况



资料来源: Wind、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

SW 机械设备板块前三季度收入增速有所下降，净利润增速有所上升。剔除不可比公司、ST 类公司，2019 年前三季度，SW 机械设备板块公司共计实现营业收入 8233.61 亿元，同比增长 11.27%，与 2018 年同期 16.41% 的同比增速相比下降 5.15 个百分点；归属于母公司所有者净利润为 538.35 亿元，同比增长 26.52%，净利润增速较 2018 年同期 12.33% 的水平同比上升 14.19 个百分点。

图 5: 机械设备板块前三季度收入情况 (万元)

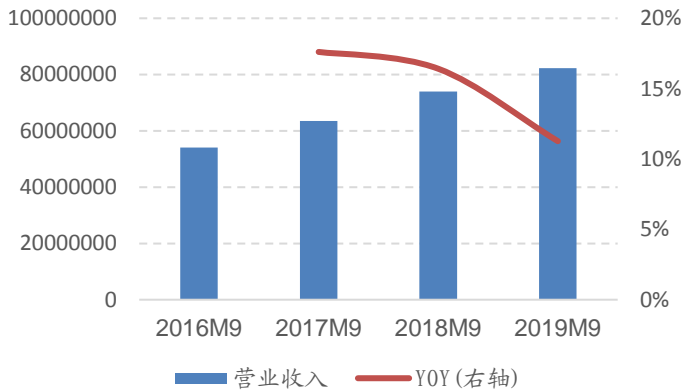
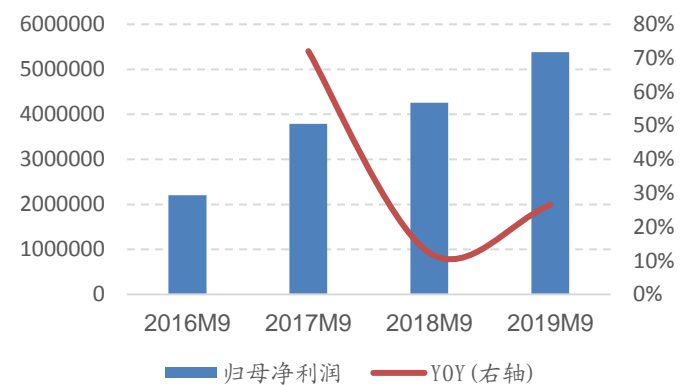


图 6: 机械设备板块前三季度归母净利润情况 (万元)



资料来源: Wind、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

毛利率及净利润率有所提升，期间费用率上升。剔除不可比公司、ST 类公司，2019 年前三季度，SW 机械设备板块毛利率及净利润率分别为 24.04%、6.54%，分别同比上升 0.84、0.79 个百分点。2019M9 机械设备板块整体期间费用率为 15.53%，同比上升 0.33 个百分点。其中，销售费用率同比上升 0.27 个百分点至 5.16%；管理+研发费用率同比上升 0.07 个百分点至 9.18%；财务费用率同比减少 0.01 个百分点至 1.19%。

图 7: 机械设备板块前三季度毛利率及净利润率变化情况

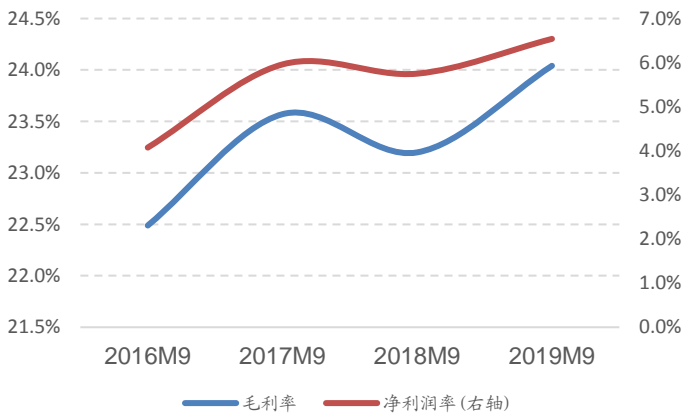
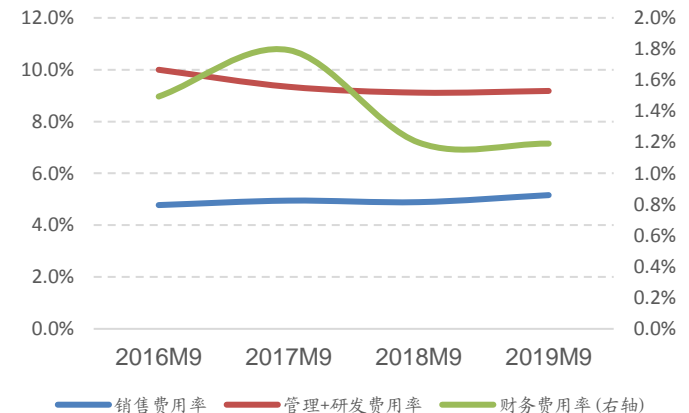


图 8: 机械设备板块前三季度期间费用率变化情况



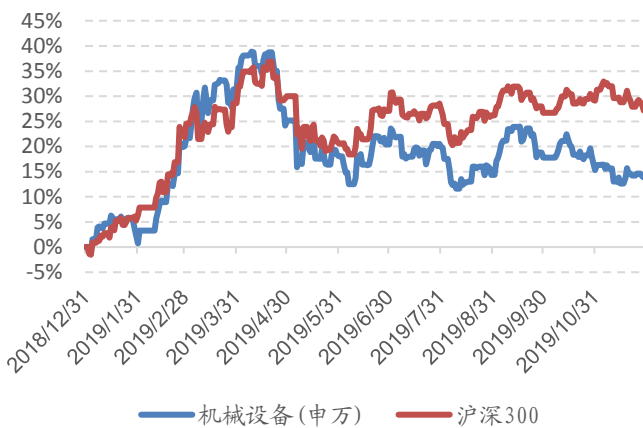
资料来源: Wind、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

2.1 2019 年板块二级市场表现及行业估值情况

2019 年以来受国内宏观经济下行压力及固定资产投资放缓等多重因素共同影响，机械设备板块表现一般。截止到 2019 年 11 月 29 日，SW 机械设备指数上涨 13.82%，跑输沪深 300 指数 13.35 个百分点。二级子行业走势出现分化，通用机械、金属制品、仪器仪表、专用设备指数分别上涨 8.29%、3.36%、22.55%、24.63%，运输设备指数下跌 16.86%。

图 9: SW 机械设备与沪深 300 指数相对涨跌幅



资料来源: Wind、国开证券研究部

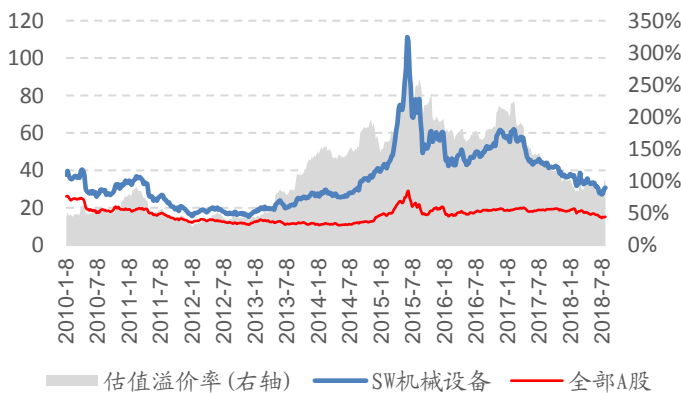
图 10: SW 机械设备二级子行业与沪深 300 指数相对涨跌幅



资料来源: Wind、国开证券研究部

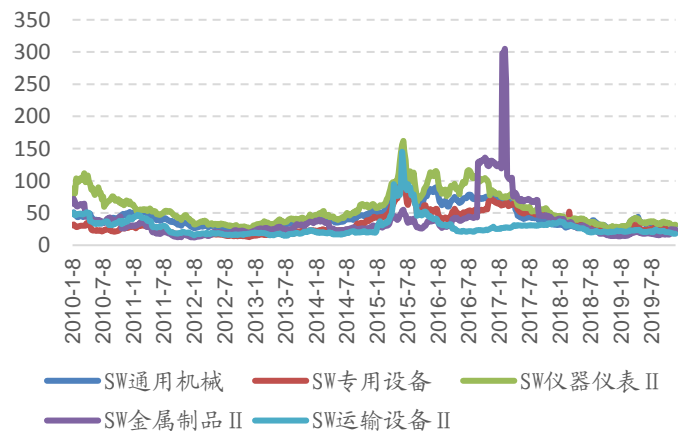
截止到 2018 年 11 月 29 日，SW 机械设备板块整体动态市盈率为 23.31 倍（整体法，剔除负值），相对全部 A 股的溢价率为 65.23%，低于 2010 年以来 90.94% 的中位数水平，估值溢价率处于近几年低位。目前，仪器仪表、通用机械、金属制品、专用设备、运输设备板块整体动态市盈率分别为 31.56、30.69、24.19、22.66、17.99 倍。

图 11: SW 机械设备估值溢价率变化情况 (PE TTM)



资料来源: Wind、国开证券研究部

图 12: SW 机械设备二级子行业估值变化情况(PE TTM)



资料来源: Wind、国开证券研究部

2.基金对机械设备板块的配置变化情况

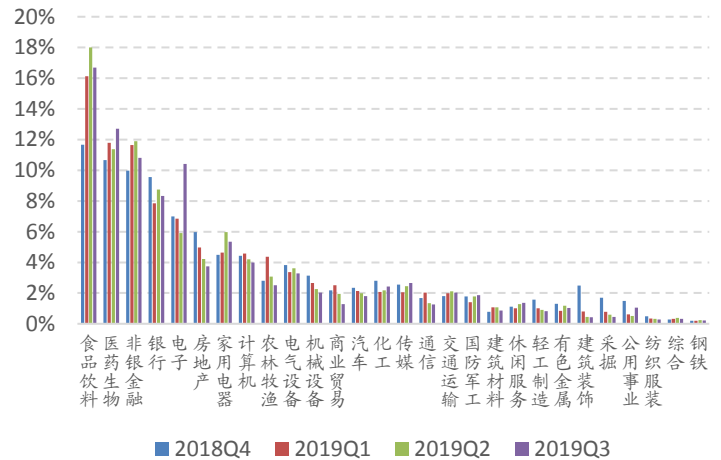
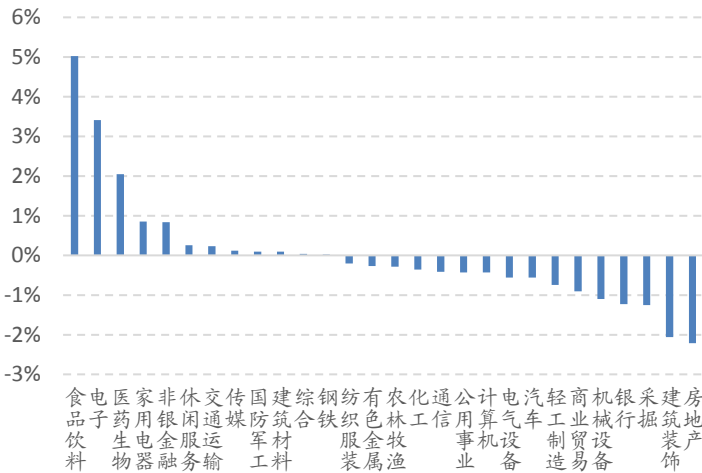
机械设备行业涵盖子行业众多，由工程机械、煤炭设备、油气设备等传统的周期性子行业以及锂电设备、3C自动化、机器人等新兴产业构成，业绩分化较为明显，因此从长周期来看，基金对于机械设备板块的配置始终是结构性的。2019年以来，机械设备板块整体持仓规模占比继续下降，但工程机械、油气设备板块的配置力度有所加强。

2.1 基金持仓整体情况

与2018年四季度基金持仓相比，2019年以来基金配置比例提升较多的行业主要集中在食品饮料、电子、生物医药、家用电器、非银金融等行业，配置比例分别提升5.02、3.41、2.05、0.85、0.84个百分点。截止到2019年三季度，机械设备板块持仓比例较2018年四季度下降1.1个百分点至2.04%。

图 13: 2019 年以来基金行业配置变化情况

图 14: 近四个季度基金持仓行业分布情况



资料来源：Wind、国开证券研究部

资料来源：Wind、国开证券研究部

2.2 基金对机械设备板块的配置情况

截止到2019Q3，基金对机械设备板块配置规模为228.13亿元，环比下降3.54%，重仓规模连续两个季度环比出现下降。同期基金重仓总规模为1.12万亿元，环比增长7.32%，机械设备板块配置比例与基金整体持仓规模变化出现背离，反映出市场对于机械设备板块的配置热情有所下降，目前机械设备板块基金持仓占比低于近十年间3.20%的中位数水平，处于历史相对低位。

图 15: SW 机械设备基金持仓规模 (万元)

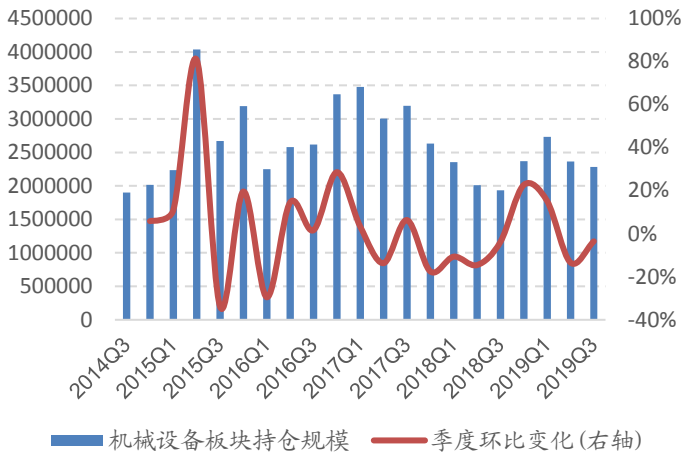
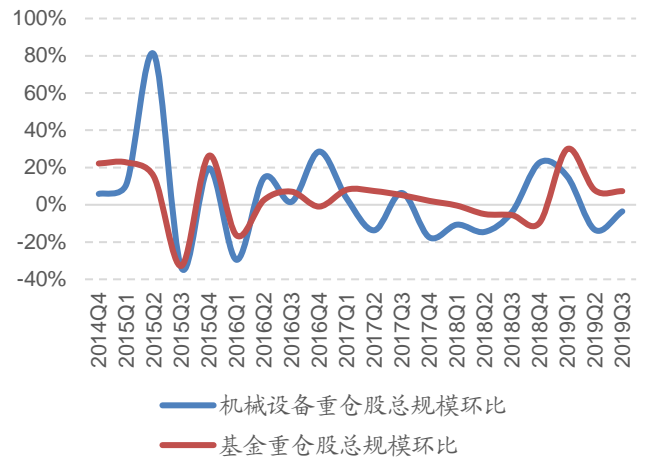


图 16: 机械设备板块配置与基金持仓总规模变化对比



资料来源: Wind、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

行业持续低配，持股集中度有所提升。截止到 2019Q3，机械设备板块低配比例为 1.35%，2019 年以来板块低配比例呈现逐季扩大的趋势。如果从机械设备板块的配置规模来看，2019Q3 基本处于 2018 年以来平均水平，但从持股集中度角度来看，2019Q3 基金持仓机械前 3、5、10、20 家公司资金规模占比分别为 55.19%、66.26%、80.14%、91.72%，较二季度分别上升 1.36、3.14、4.14、2.59 个百分点，显示基金对于机械设备板块个股的配置集中度进一步提升。

图 17: 基金对机械设备板块仍然处于低配

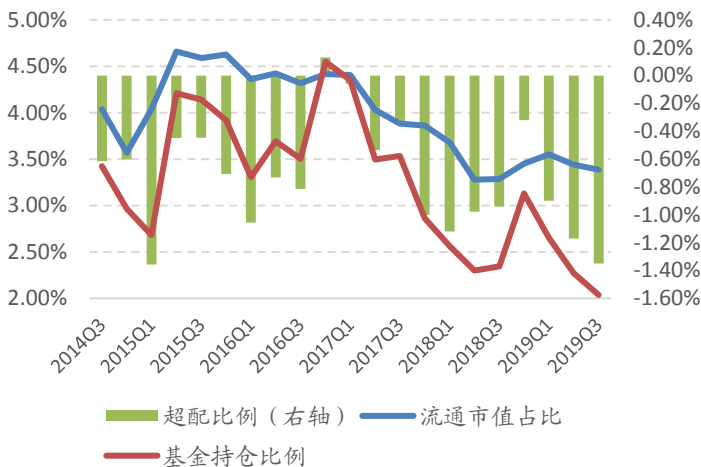
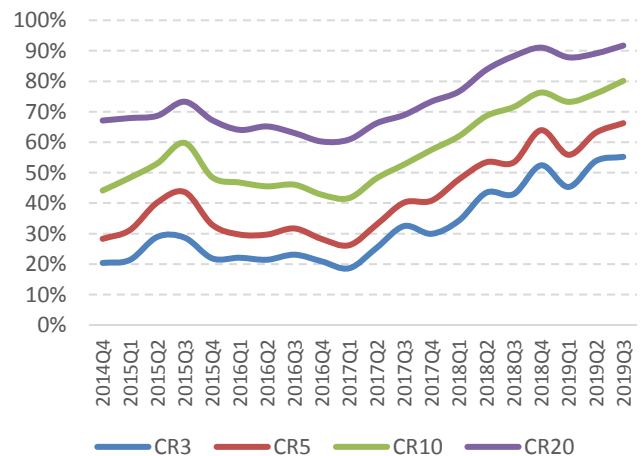


图 18: 机械设备持仓集中度提升



资料来源: Wind、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

将SW机械设备板块公司分类为油气设备、煤炭设备、锂电设备、冷链物流、机器人、无人机、核电设备、轨交、工业4.0、工程机械、3D打印、3C自动化、重型机械及其他行业等子板块。如果按各板块三季度基金持仓金额进行统计，工程机械、锂电设备、轨交、工业4.0、油气设备等概念板块排名靠前，以上行业持仓规模占比分别为43.8%、9.58%、7.15%、5.52%、3.31%，共计占2019Q3基金机械持仓规模比例达到69.36%。2019Q3超配比例靠前的子板块主要包括工程机械、锂电设备、工业4.0、油气设备，超配比例分别为28.11%、6.78%、2.62%、0.59%。

图 19: 机械设备板块分行业配置情况

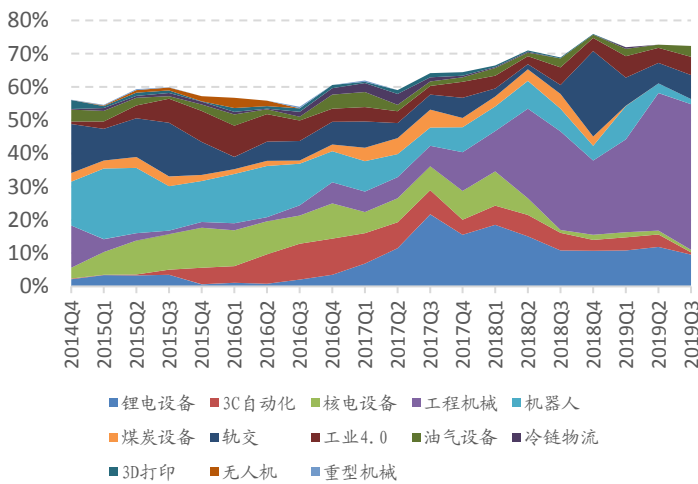
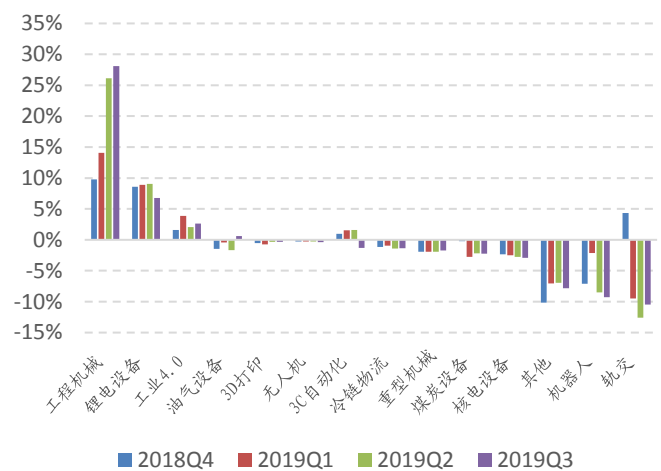


图 20: 机械设备涵盖的子板块基金超配情况



资料来源: Wind、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

从2019年前三季度各板块营业收入变化情况来看，同比增速排名前五位依次为工程机械、油气设备、核电设备、船舶制造及轨交，分别增长27.64%、26.91%、15.99%、14.47%及13.66%。如果从净利润角度观察，净利润同比增速排名靠前的子行业主要包括船舶制造、重型机械、工程机械、油气设备、核电设备，分别增长122.36%、93.41%、84.38%、81.51%、51.08%，而机器人、工业4.0、3D打印、3C自动化等几个子行业净利润增速出现了不同程度的下滑。

表 1: 2019 年前三季度机械设备子板块收入及净利润变化情况 (万元)

所属行业	2019年前三季度营业收入(万元)	收入同比增速	2019年前三季度净利润(万元)	净利润同比增速
重型机械	2,276,886.69	9.08%	45,863.05	93.41%
智能物流	70,964.80	-94.02%	8,646.30	-102.71%
油气设备	2,219,957.98	26.91%	118,912.02	81.51%
无人机	172,910.49	12.98%	26,967.02	51.08%
煤炭设备	1,753,473.07	12.00%	126,468.75	23.94%
锂电设备	651,090.13	9.74%	115,800.75	9.03%
冷链物流	845,833.45	7.17%	89,732.88	26.57%
机器人	6,213,678.03	-1.06%	336,226.52	-26.31%
核电设备	1,844,396.80	15.99%	100,081.68	46.13%
轨交	22,278,623.77	13.66%	1,399,264.93	17.15%
工业4.0	953,175.76	-2.27%	118,294.62	-8.47%
工程机械	18,163,707.87	27.64%	1,856,124.08	84.38%
船舶制造	25,035.72	14.47%	5,601.10	122.36%
3D打印	58,751.37	-12.80%	-7,949.69	-296.48%
3C自动化	2,331,336.38	-3.92%	-5,346.77	-103.85%
其他	28,151,375.32	9.72%	1,787,908.32	-2.40%
总计	88,011,197.63	11.44%	6,122,595.55	24.96%

资料来源: Wind、国开证券研究部

3. 机械设备板块投资策略

目前SW机械设备板块整体动态PE低于2010年以来29.4倍的中位数水平, 无论从板块自身历史估值水平还是相对全部A股的估值溢价率变化情况来看, 板块整体具备一定的安全边际。通过观察机械设备各板块2019年前三季度经营情况与基金配置之间的关系可以看出, 机构当前阶段对于行业的配置更加关注业绩确定性。在宏观经济持续承压的大背景下, 对于机械设备投资方向的选择需以业绩确定性为主线, 优选行业细分龙头, 建议关注工程机械、油气设备、锂电设备等几个板块。

3.1 工程机械行业景气度将延续, 龙头企业更具价值

3.1.1 基建投资增速有望企稳回升

2005年以来, 基建投资两次扮演了对冲经济下行的主要角色, 第一次是为了应对2008年金融危机造成我国经济出现的大幅回落, 国家启动四万亿投资计划, 基建投资增速在2009年显著跳升; 第二次是2012年面对经济下行压力基建继续发挥了对冲经济下行的作用, 从历史上基建投资能够有效发挥逆周期调节作用。随着以金融去杠杆为导向、加强监管等一系列政策在2017年出台, 城投债、非标类委托贷款等融资额均受到一定程度的影响, 基建投资的资金来源受到了直接制约, 2018年以来基建投资增速出现了显著回落。为保持有效投资力度, 确保经济运行区间合理, 2018年7月召开的国常会强调积极财政政策要更加积极, 国务院办公厅于2018年10月发布了《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》, 明确指出要聚焦脱贫攻坚、铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会民

生等重点领域短板，加快推进已纳入规划的重大项目。但截止到2019年10月，我国基建固定资产投资累计增速（不含电力）为4.2%，较2018年全年仅上升0.4个百分点，回升幅度相对有限。

图 21: 我国三大投资同比变化情况

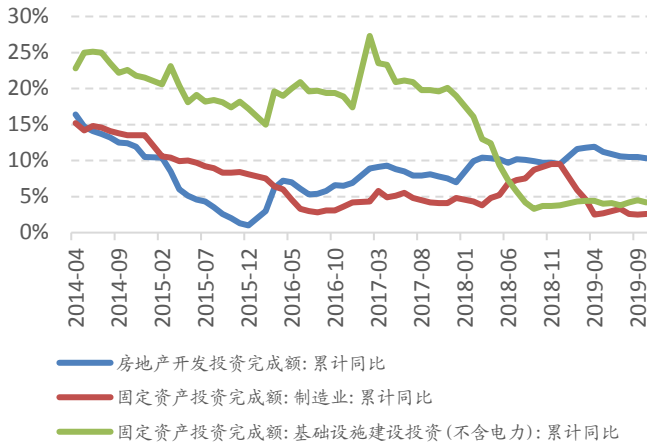
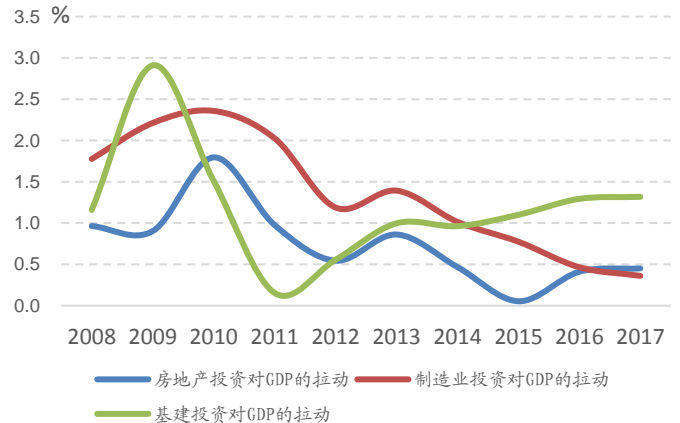


图 22: 基建、地产以及制造业投资对 GDP 的拉动率



资料来源: Wind、国开证券研究部

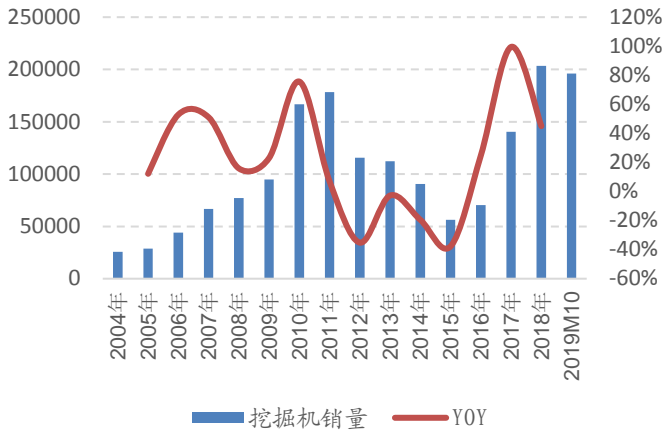
资料来源: Wind、国开证券研究部

近日国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，提出要适当调整基础设施项目最低资本金比例，港口、沿海及内河航运项目最低资本金比例由25%调整为20%，公路（含政府收费公路）、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，在风险可控的前提下可以适当降低项目最低资本金比例不超过5个百分点。此外，财政部近日提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元，占2019年当年新增专项债务限额2.15万亿元的47%，此次提前下达的专项债券额度重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，不得用于土地储备和房地产相关领域，不得用于置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。在资本金+专项债相关政策的双重驱动下，一方面可以提升基建项目融资能力，另一方面有助于实现对补短板领域的精准发力，进而支撑2020年基建固定资产投资增速的回升。

3.1.2 工程机械市场格局不断优化

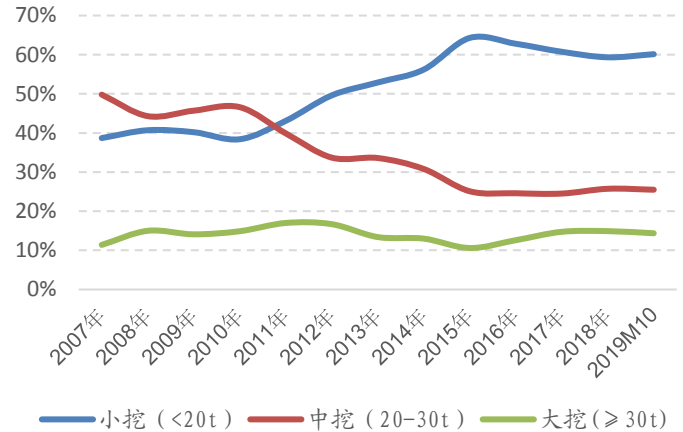
根据中国工程机械工业协会行业统计数据，2019年1-10月纳入统计的25家主机制造企业合计销售各类挖掘机械产品19.62万台，同比增长14.4%。国内市场销量17.47万台，同比涨幅12.1%。2019年1-10月国内大、中、小挖销量分别为2.52、4.45、10.5万台，分别同比增长6.5%、7.6%、15.5%。从销量占比来看，大、中、小挖累计销量占比分别为14.4%、25.5%、60.1%，与2018年同期相比，小挖销量占比有所上升，中、大挖销量占比略有下降。预计2019年全年挖掘机销量有望达到23万台左右，将继续创出历史新高。

图 23: 近年来国内挖掘机销量变化情况 (台)



资料来源: Wind、国开证券研究部

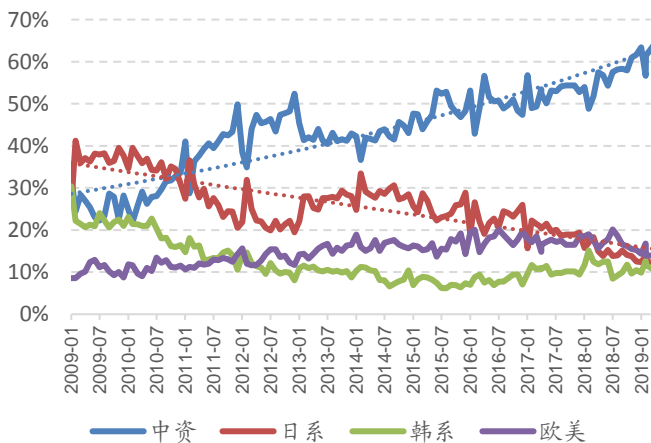
图 24: 国内不同吨位挖掘机销量占比情况



资料来源: 中国工程机械工业协会、国开证券研究部

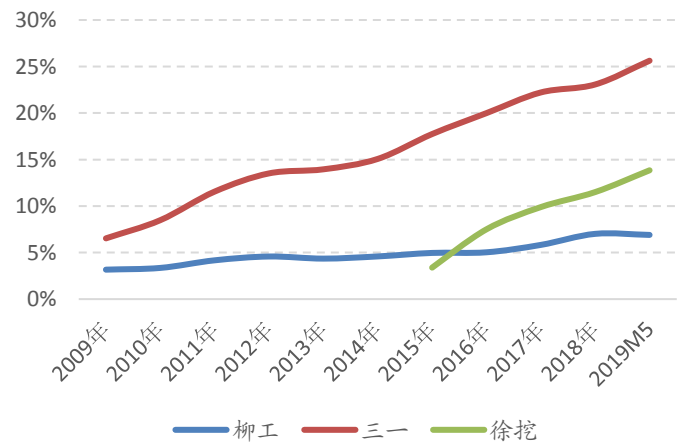
国产品牌市场份额持续提升，出口市场拓展有望加速。国内上轮挖掘机销量高点出现在2011年，此后国内挖掘机行业连续经历了5年左右的低迷期，行业景气度逐步跌至谷底，在此期间国内企业数量大幅减少，行业经历了一轮重新洗牌。在行业格局重塑过程中，日系、韩系品牌国内市场份额有不同程度的下降，国产品牌市场占有率明显提升且强者恒强的特征较为明显。2019年1-10月，国内企业挖掘机累计出口销量为2.15万台，同比增长37.8%，在2018年基数相对较高的情况下依然保持了较高增速水平。未来随着核心部件进口替代进程的加速，国内挖掘机产品竞争力将进一步提升，出口销量有较大的提升空间。与国际巨头卡特比勒60%左右的海外收入相比，目前国内工程机械龙头海外业务收入占比仍然较低，近年来国内龙头企业在海外进行了一系列战略布局，部分企业已经进入深度国际化阶段，有望逐步进入收获期，一带一路战略深入推进将在此过程中起到催化作用，海外业务有望成为国内龙头企业重要的收入及利润增长点。

图 25: 近年来国内挖掘机市场份额变化情况



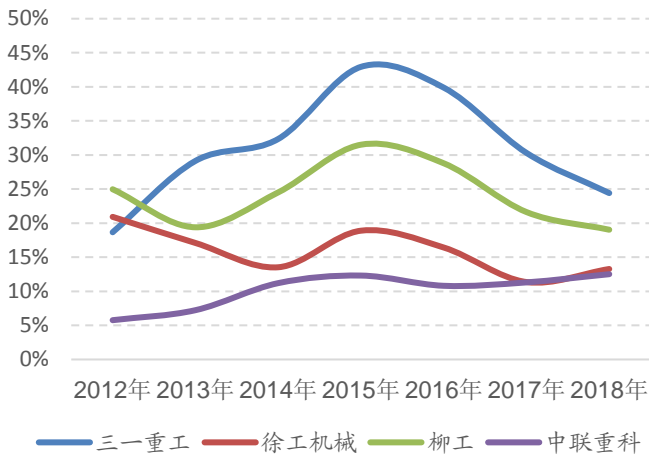
资料来源: 中国工程机械工业协会、国开证券研究部

图 26: 国内龙头企业挖掘机市占率提升



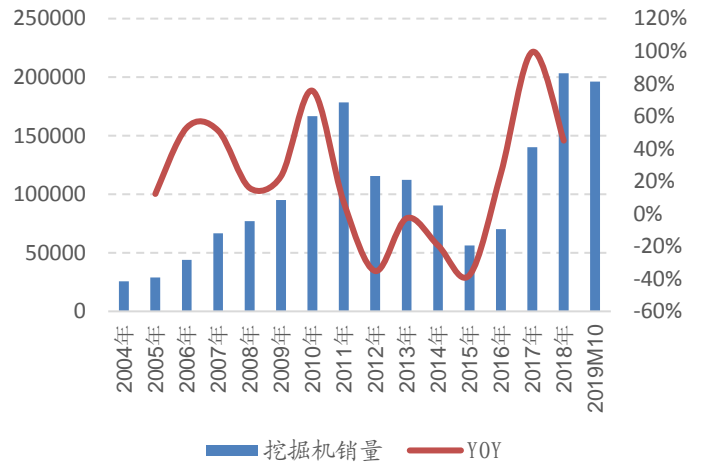
资料来源: 中国工程机械工业协会、国开证券研究部

图 27: 国内龙头企业海外业务收入占比情况



资料来源: Wind、国开证券研究部

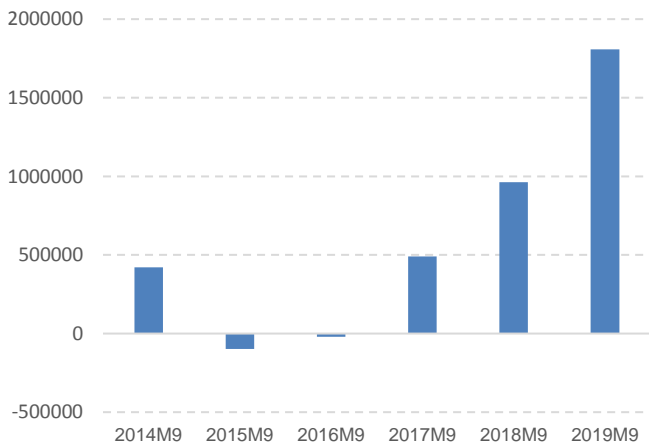
图 28: 近年来挖掘机出口量变化情况 (台)



资料来源: Wind、国开证券研究部

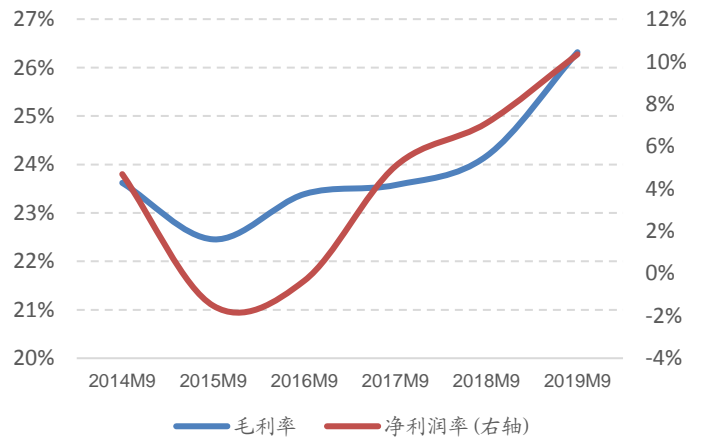
工程机械板块前三季度经营业绩持续改善, 2020 年景气度有望延续。伴随着工程机械行业需求的整体转暖, 国内龙头企业报表得到修复, 经营质量不断改善, 2019 年前三季度板块整体营业收入及净利润均延续了高增长态势, 盈利水平处于持续上升通道。挖掘机在经历了连续三年的销售高峰期后, 2020 年销售量有望维持相对高位, 但从销售增速角度来看或有小幅双向波动的可能, 根据工程机械进场先后顺序, 起重机械、混凝土机械有望接力挖掘机, 推动工程机械行业整体盈利性的提升。在基建投资增速逐步趋稳、行业替换周期到来以及一带一路战略背景下出口增量市场打开等多重因素共振下, 工程机械此轮景气周期有望继续拉长, 在行业集中度不断提升的背景下龙头企业更具优势, 建议关注三一重工、徐工机械、中联重科。

图 29: 工程机械板块前三季度净利润变化情况 (万元)



资料来源: Wind、国开证券研究部

图 30: 工程机械板块前三季度毛利率/净利率率变化情况

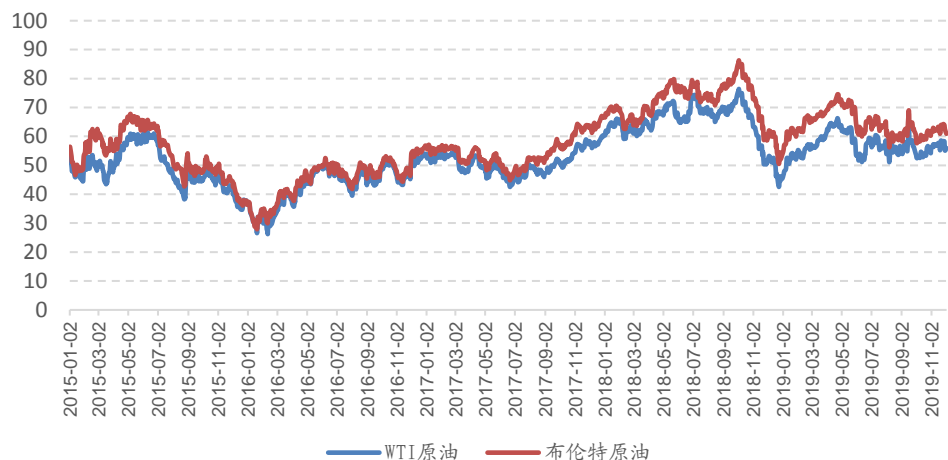


资料来源: Wind、国开证券研究部

3.2 增储上产背景下，油气设备板块迎发展机遇

2019 年以来国际油价呈现先涨后跌的局面，2019 年 4 月 23 日，WTI 原油结算价格达到 66.3 美元/桶的年内高点。1-4 月国际油价上涨的主要原因在于 OPEC 和减产联盟启动了新一轮减产协议且执行率较高。2019 年 5 月以来，受美国取消伊朗原油进口豁免、全球经济下行压力加大及贸易摩擦反复等多空因素共同交织作用影响，国际油价开始震荡下行，截止到 12 月 2 日，WTI、布伦特原油结算价分别为 55.96、60.92 美元/桶，较年内高点分别下降 15.6%、18.3%。

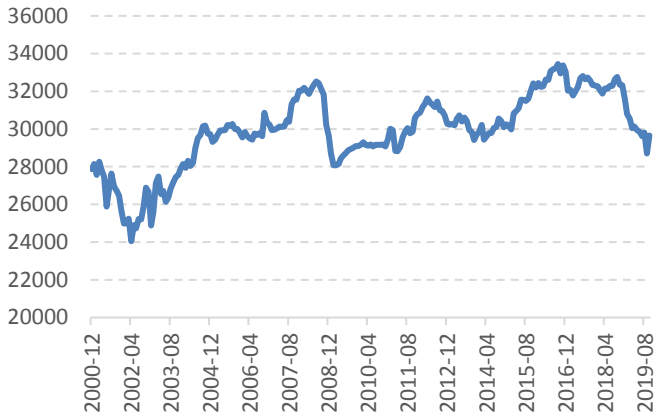
图 31: WTI/布伦特原油价格走势变化情况 (美元/桶)



资料来源: Wind、国开证券研究部

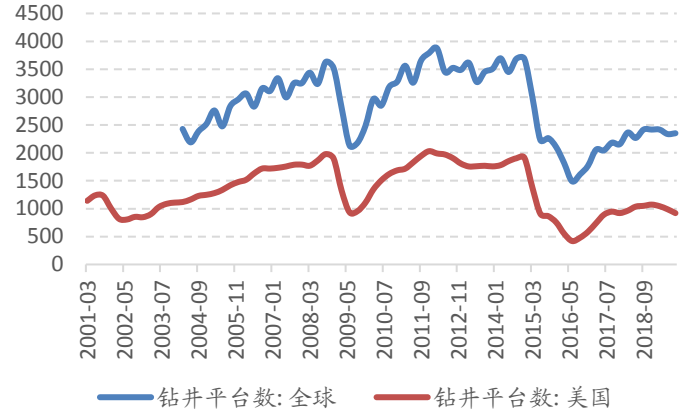
从原油供给端来看，出于平衡财政预算的目的，OPEC+于 2017 年开始进行限产，2019 年 7 月将减产协议延长到了 2020 年一季度。尽管以上国家近年来已经采取多种手段降低对石油的依赖，但考虑到以上国家石油在财政收入的权重依然较高，未来 OPEC+仍然存在较强减产动力。2018 年美国页岩油生产量大幅增长，但 2019 年以来产量增长势头明显放缓，受资本约束的影响美国钻井平台数量近期有所下降，对美国页岩油的长期增长或将产生一定影响。但巴西、挪威等国家新油田的问世将推升全球原油供应量，IEA 预计 2020 年国际原油产量增幅为 200 多万桶/天。从需求端来看，由于全球货币政策趋于宽松，2020 年全球经济或将有所回暖，有利于原油需求复苏，IEA 预计 2020 年全球石油需求较 2019 年增长 140 万桶/日。综合供需两端情况来看，考虑到 2020 年原油市场仍将处于供过于求的状态，预计国际油价将温和下降，但考虑到美元走软预期及地缘政治等因素，油价回调幅度相对有限。

图 32: OPEC 原油产量变化情况 (千桶/天)



资料来源: Wind、国开证券研究部

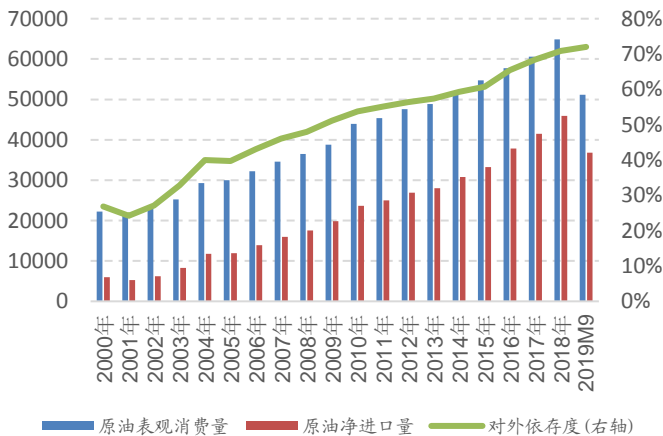
图 33: 全球及美国钻井平台数量变化情况 (个)



资料来源: OPEC、国开证券研究部

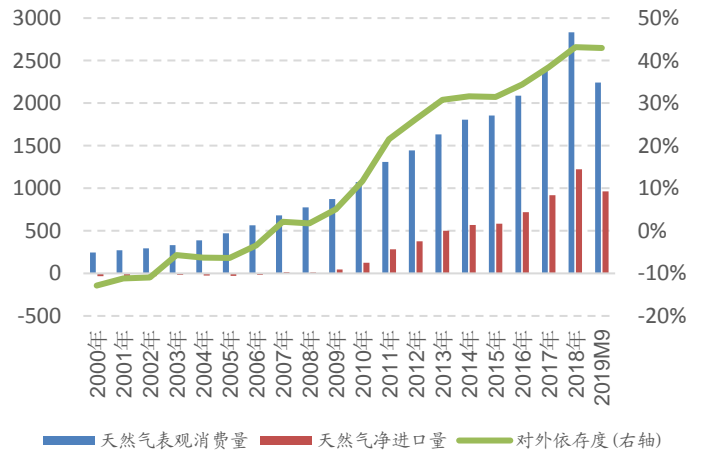
我国原油及天然气对外依存度持续攀升。根据国家高端智库中国石油集团经济技术研究院发布的《2018年国内外油气行业发展报告》，2018年我国石油净进口量同比增长11%至4.4亿吨，对外依存度进一步上升至69.8%；天然气进口量同比增长31.7%至1254亿立方米，对外依存度上升至45.3%。继2017年成为世界最大原油进口国之后，2018年我国超过日本成为世界最大的天然气进口国。根据《2018年国内外油气行业发展报告》分析，2019年我国油气对外依存度仍将进一步上升，在能源安全问题日益凸显的大背景下，构建全面开放条件下的油气安全保障体系迫在眉睫。

图 34: 我国原油对外依存度变化情况 (万吨)



资料来源: Wind、国开证券研究部

图 35: 我国天然气对外依存度情况 (亿立方米)



资料来源: Wind、国开证券研究部

基于能源安全，国内油气公司勘探力度将加大。石油既有大宗商品属性，同时也兼具金融属性和战略属性，对外依存度的持续攀升会在一定程度上引发石油供应安全的隐忧，在这种背景下，我国近年来对于油气资源勘探开发日益重视，相关部委基于能源安全角度出台了一系列政策措施。在我国三大石油公司2019年工作会议中，均提出要加强对于上游业务的重视程度，进一步加大勘探开发工作力度，推动油气资源增储上产。在我国油气公司勘探资本支出力度加大的趋势下，油气设备公司将不断从中受益。

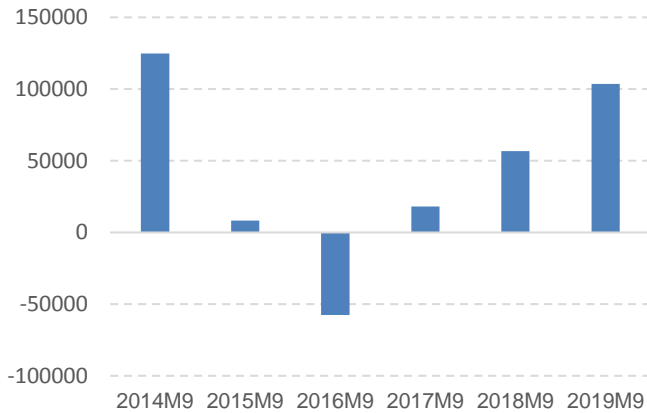
表 2: 近期有关加大勘探力度、增储上产的相关事件整理

时间	事件	主要内容
2018年9月	国务院发布《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》	各油气企业要全面增加国内勘探开发资金和工作量投入，力争到2020年底前国内天然气年产量达到2000亿立方米以上。
2019年2月	国家能源局印发《石油天然气规划管理办法》(2019年修订)	大力提升国内油气勘探开发力度，保障能源安全。加强油气资源评价和勘探，特别是加大风险勘探，明确勘探开发部署和主攻方向。
2019年5月	大力提升油气勘探开发力度工作推进会举行	强调石油企业要将大力提升油气勘探开发各项工作落到实处，不折不扣完成2019-2025七年行动方案工作要求。各部委和地方政府各部门要加大非常规天然气财税支持等方面配套稳定的支持政策，保障重点项目落地实施。
2019年6月	财政部关于《可再生能源发展专项资金管理暂行办法》的补充通知	支持煤层气(煤矿瓦斯)、页岩气、致密气等非常规天然气开采利用。自2019年起不再按定额标准进行补贴，执行“多增多补”的办法。
2019年7月	国家能源局组织召开大力提升油气勘探开发力度工作座谈会	要求持续推动国内油气增储上产见实效、见长效。继续做实重点盆地油气增储上产，扎实推进页岩油开发专项研究，加快推进勘探开发重大项目工作，推动油气勘探开发领域“减税降费”精准施策，做好国家油气重大科技专项接续实施。
2019年10月	国家能源委员会会议召开	李克强总理指出要加大国内油气勘探开发力度，促进增储上产，提高油气自给能力。推进能源领域市场化改革，放宽油气勘探开发和油气管网设施投资建设，鼓励各类社会资本积极参与。

资料来源：财政部、国家能源局、中国政府网，国开证券研究部整理

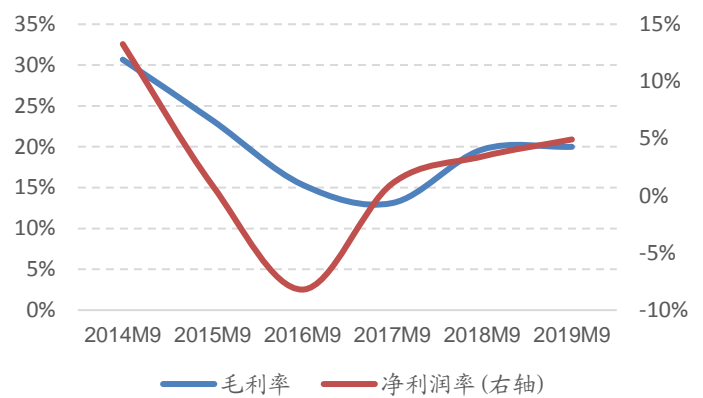
增储上产背景下，关注油气设备板块投资机会。从历史上看，我国油气设备采购量加大的基本传导路径为：油价上行—油气公司资本支出增加—勘探开发项目增多—油田服务作业量增多，而随着我国石油、天然气供需矛盾日益突出，油气对外依存度的急剧上升，国内油气资源勘探开发力度与油价的相关性趋于弱化，在有关增储上产的一系列政策驱动下，国内油气设备公司盈利能力具备上行基础，建议关注杰瑞股份。

图 36: 油气设备板块前三季度净利润变化情况 (万元)



资料来源: Wind、国开证券研究部

图 37: 油气设备板块前三季度毛利率/净利率率变化情况



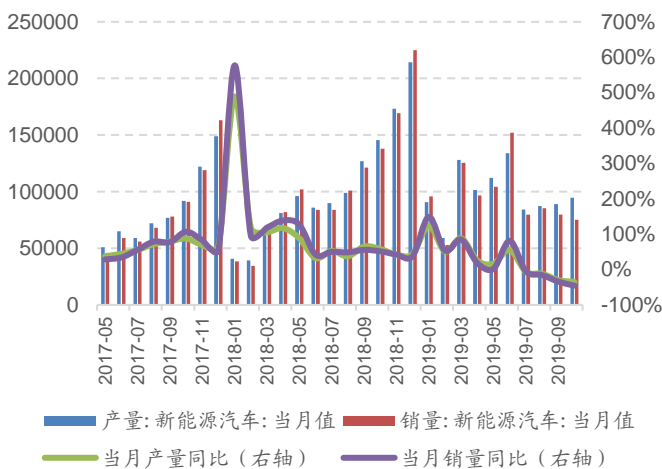
资料来源: Wind、国开证券研究部

3.3 国内新能源汽车行业短期低迷,锂电设备仍具发展潜力

3.3.1 我国新能源汽车行业短期低迷,但其渗透率提升是大势所趋

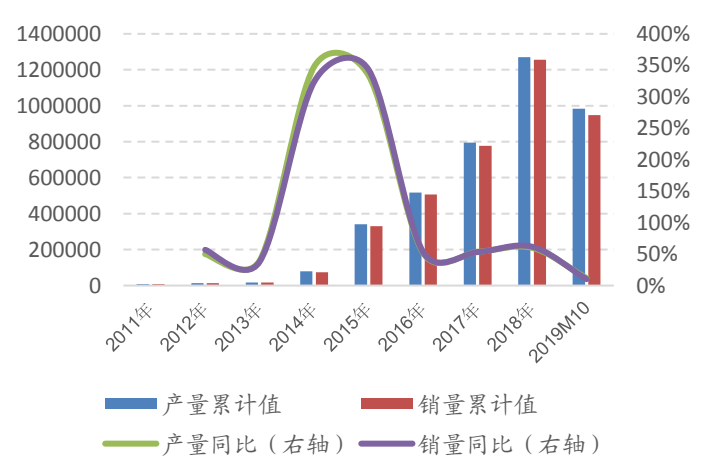
受补贴退坡过渡期结束影响,自2019年7月起我国新能源汽车产销量连续4个月出现同比负增长现象。10月我国新能源汽车产销量分别为9.5、7.5万辆,分别同比下降35.4%、45.6%。从累计产销量情况来看,2019年1-10月我国新能源汽车产销量分别同比增长11.7%、10.1%,与2018年同期70%、75.6%的增速相比有明显下滑。

图 38: 我国新能源汽车月度产销量情况 (辆)



资料来源: Wind、国开证券研究部

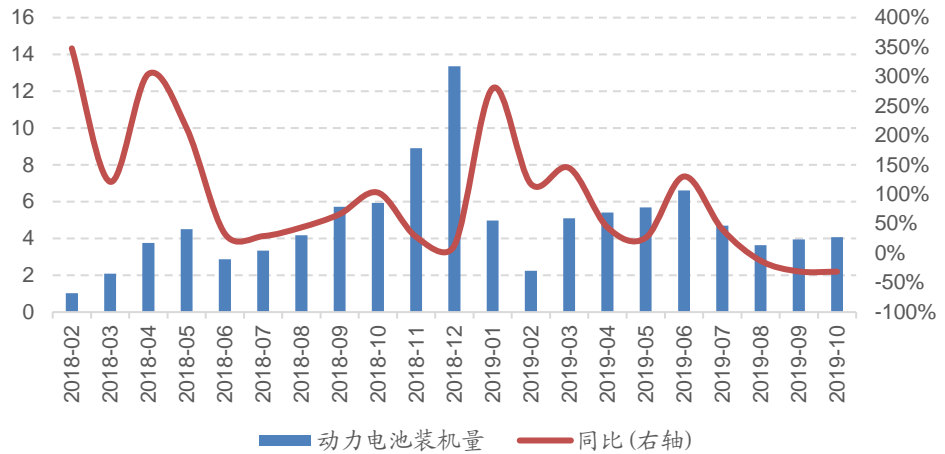
图 39: 近年来我国新能源汽车产销量情况 (辆)



资料来源: Wind、国开证券研究部

受我国新能源汽车产销量增速明显下滑影响,我国动力电池装机总电量增速明显下降。根据GGII数据,2019年1-10月装机总电量为46.38Gwh,同比增长33.58%,与2018年同期96.51%的水平相比降幅明显。从单月情况来看,2019年10月装机总电量为4.07Gwh,同比下降31.41%,自2019年8月开始连续3个月出现负增长。

图 40: 我国动力电池装机总电量月度变化情况 (GWh)



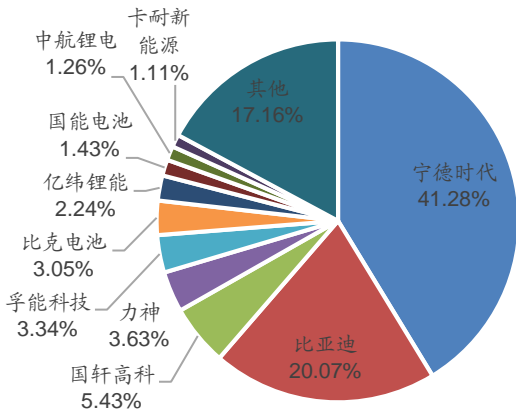
资料来源: GGII, 国开证券研究部

当前阶段我国对于新能源汽车行业的发展思路将由政府引导逐步过渡至市场主导。从2019年新能源补贴政策变化可以看出政府扶优助强的意愿，对动力电池系统能量密度、整车能耗、乘用车续驶里程门槛要求进一步提升。补贴额度的降低短期将会给整个产业链带来一定的经营压力，但从长期来看有利于促进产业优胜劣汰，逐步通过市场方式引导产业升级。12月3日，工信部公布了《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》（征求意见稿），明确了新能源汽车产业发展新阶段的首条基本原则为“市场主导”，强化企业在技术路线选择、产品产能布局等方面的主体地位，到2025年新能源汽车新车销量占比达到25%左右，可以预见，随着行业补贴渐进退出，双积分政策将助力我国新能源汽车高速发展。同时，在全球汽车电动化浪潮下，新能源汽车在全球范围内渗透率的提升是大势所趋。

3.3.2 锂电池扩产潮持续，绑定大客户的锂电设备企业更具前景

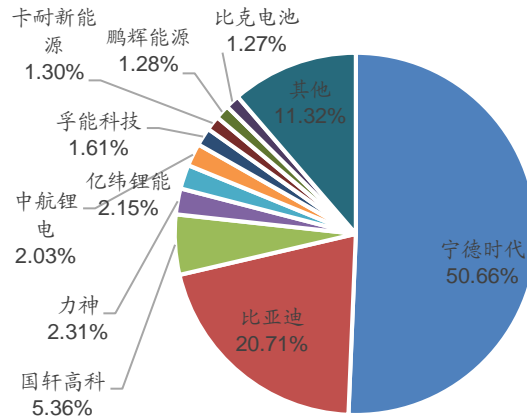
动力电池市场集中度提升，马太效应尽显。2018年我国动力电池CR10为82.84%，2019年1-10月提升5.84个百分点至88.68%。对于动力电池行业集中度不断提升的原因我们维持此前的观点，在我国新能源整车厂商因补贴下降导致经营压力加大的情况下，整车厂商倒逼电池企业降低产品价格以转嫁风险，电池厂商只有在规模效应的基础上不断提升市场占有率以保持市场竞争力，龙头企业更具先发优势，在这种背景下行业集中度上升是必然趋势，体现在头部厂商市占率的提升以及低端产能的逐步出清。

图 41: 2018 年动力电池装机电量占比



资料来源: GGII, 国开证券研究部

图 42: 2019 年 1-9 月动力电池装机电量占比



资料来源: GGII, 国开证券研究部

全球锂电池扩产潮持续,对锂电设备需求有拉动作用。从供需两端情况来看,龙头动力电池企业扩产仍有较强的内生动力。目前欧美主流汽车主机厂纷纷加大了新能源车推广力度,欧洲地区动力电池供给存在较大缺口,以 CATL、LG 化学和三星为代表的领先锂电池企业纷纷宣布大规模的产能投资计划。同时,随着我国新能源汽车行业补贴政策退出时点的临近,国际电池巨头在我国扩产的意愿逐步增强,国内外主流电池厂商大规模的扩产计划将对锂电设备需求形成持续拉动,凭借技术优势与大客户形成深度绑定且率先切入国际高端产业链的企业将拥有优势赛道,建议关注先导智能。

4.重点公司估值

表 3: 重点公司盈利预测与估值情况

代码	公司名称	EPS (元/股)			PE (倍)			收盘价 (元) (12月5日)
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
600031	三一重工	1.31	1.51	1.65	11.7	10.1	9.3	15.29
000425	徐工机械	0.50	0.60	0.67	9.3	7.7	6.9	4.64
000157	中联重科	0.54	0.66	0.74	11.2	9.2	8.2	6.04
002353	杰瑞股份	1.32	1.73	2.11	23.4	17.9	14.6	30.91
300450	先导智能	1.19	1.62	1.96	32.6	24.0	19.8	38.80

资料来源: Wind、国开证券研究部

注: 先导智能系作者预测值,其余为 Wind 一致预期

5.风险提示

工程机械板块公司业绩增长低于预期;油价超预期波动,油气公司资本支出力度低于预期;锂电设备因下游产品价格下滑带来行业整体盈利能力下滑;中美贸易争端引致的市场风险;国内外二级市场系统性风险。

分析师简介承诺

崔国涛，北京理工大学工学学士，对外经济贸易大学经济学硕士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年至今于公司研究部担任行业研究员，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大势：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大势：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层