

2021年制造业持续向好，高端制造引领业绩增长

——行业月度动态报告

核心观点：

- **固定资产投资进一步向好，机械行业全年高景气度有支撑。**2020年1-12月固定资产投资增速同比上涨2.9%，增幅环比扩大0.3%。地产投资受益于竣工周期与销售端向好，同比增速7.0%；基础设施投资基本恢复至上年同期水平。1-12月份基础设施投资同比上升3.41%，涨幅比1-11月份扩大0.09个百分点。地产、基建等投资增速提升，下游资本开支持续恢复，为机械行业全年高景气度提供有力支撑。
- **制造业PMI连续处于荣枯线上，高端制造业资本开支提速。**2020年12月的PMI为51.9，持续保持在荣枯线以上。12月大、中型企业PMI均为52.7，继续运行在52及以上的景气区间。制造业的景气度持续回暖带动投资加速，1-12月制造业投资增速为-2.2%，降幅环比收窄1.3%。高端制造业投资复苏更为强势，1-12月累计投资完成额同比增长11.5%，明显快于制造业整体，预计高端制造业仍将引领制造业向好。
- **工程机械开年销售火爆，春节开工预计仍然旺盛。**2020年全年挖掘机销量达32.76万台，同比涨幅39%，挖机四季度销量回升，全年销量超预期。国产工程机械龙头份额稳中有升，产品核心竞争力逐步看齐海外龙头。我们看好在新老基建共同发力下，国内市场的挖机销量；同时也看好在RCEP，海外疫情下或将实现弯道超车的国外市场销量。
- **沿三条主线看好我国制造业的发展潜力。**在基建和地产双驱动下，我们预计工程机械板块未来仍将保持较高景气度。由于下游需求逐步回暖，制造业整体环境改善，工业机器人产量增速呈V型走势，我们预计工业机器人行业复苏趋势有望持续。我国城轨储备项目充足、新基建城际轨交广阔发展空间、后市场规模增长将驱动轨交板块，我们预计城市轨道交通的市场空间有望进一步打开。
- **投资建议：我们继续看好工程机械、工业机器人以及轨交板块。**在工程机械板块，推荐三一重工（600031.SH）、恒立液压（601100.SH）等具备内生增长动能，且受益于稳定投资预期的传统工程机械龙头。在工业机器人板块，我们推荐具备核心技术、不断拓展下游市场应用的埃斯顿（002747.SZ）。在轨交板块，我们推荐轨交控制系统公司中国通号（688009.SH），建议关注地铁信号系统龙头的交控科技（688015.SH）。
- **核心组合（截至2021.1.26）**

证券代码	证券简称	年初至今涨幅(%)	市盈率PE	市值(亿元)
600031	三一重工	18.55%	24.25	3516.04
300450	先导智能	14.89%	113.75	875.57
688009	中国通号	0.00%	16.98	620.56
300724	捷佳伟创	-4.77%	90.60	445.40
300751	迈为股份	-20.24%	83.23	281.62
601100	恒立液压	8.12%	86.15	1594.76

- **风险提示：**政策支持力度低于预期的风险。

机械行业

推荐 维持评级

分析师

李良

☎：(8610) 8092 7657

✉：liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

范想想

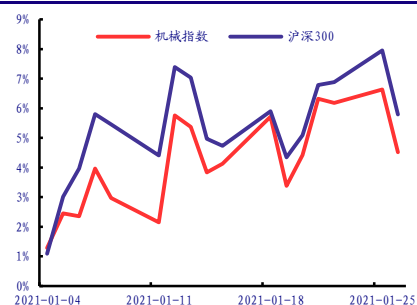
☎：(8610) 8092 7663

✉：fanxiangxiang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130518090002

行业数据

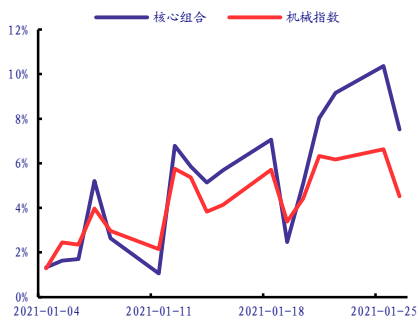
2021.1.26



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2021.1.26



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

目 录

一、机械行业总体运行触底反弹，景气度分化	3
(一) 机械行业是制造业的基础性行业	3
(二) 制造业基本面继续改善，高端制造已率先复苏	3
1. 固定资产投资降幅继续收窄	3
2. 基建投资增速回升明显，看好 2021 年度继续发力	4
3. 竣工周期与销售向好拉动地产投资转正，调控预期加强	5
4. PMI 连续处于荣枯线以上，预计制造业复苏趋势不变	6
(三) 政策推动制造业高质量发展，RCEP 签订迎来重大机遇	6
(四) 专业设备的复苏相对更为强势	9
1. 工业与制造业受疫情的影响逐渐恢复	9
2. 专用设备盈利改善继续改善，行业业绩有望进一步提升	9
3. 海外出口对工程机械、轨交装备、工业机器人等装备影响相对较小	10
(五) 细分子行业景气度分化	11
二、智能制造是未来制高点，高端装备将成重点方向	12
(一) 机械设备横跨产业生命周期各阶段，新兴行业成长空间大	12
1. 机械行业子行业众多，不同子行业差别较大	12
2. 长期来看，机器人、锂电设备、半导体设备等新兴行业成长空间巨大	13
(二) 智能制造是发展趋势，我国处于全球第二阵营	13
1. 智能制造成为各国制造业竞争的制高点	13
2. 美国、日本、德国智能制造水平领先全球，中国处于全球第二梯队	14
3. 过去几年，中国智能制造转型取得较大进展	14
4. 中国智能制造市场巨大，但国内产业核心环节仍存短板	16
(三) 机械行业议价能力总体不强，细分行业竞争结构各有差异	16
三、行业面临的问题及建议	17
(一) 现存问题	17
1. 核心技术缺失，国内高端装备制造市场被外国巨头占据	17
2. 科技创新成果转化不畅	17
3. 市场集中度偏低，缺少有国际影响力的领军企业和知名品牌	18
4. 机械制造企业发展环境有待改善	18
(二) 建议及对策	18
1. 提升以企业为主体的创新能力	18
2. 健全科技成果转化机制，推进“产学研”协同创新	18
3. 促进行业整合，培育领军企业	19
4. 降低企业经营压力，加快培养高技能人才	19
四、机械设备行业在资本市场中的发展情况	19
(一) 上市公司数量占 A 股近 10%，营收总和占机械行业 15%	19
(二) 机械设备板块估值处于历史中等位置，各板块分化	20
(三) 国际估值比较：美股估值继续回升	21
(四) 年初以来机械板块弱于沪深 300，农用机械与专用设备表现优异	23

五、投资建议：坚定看好国内大循环下的国产智能制造的发展..... 25

六、风险提示..... 27

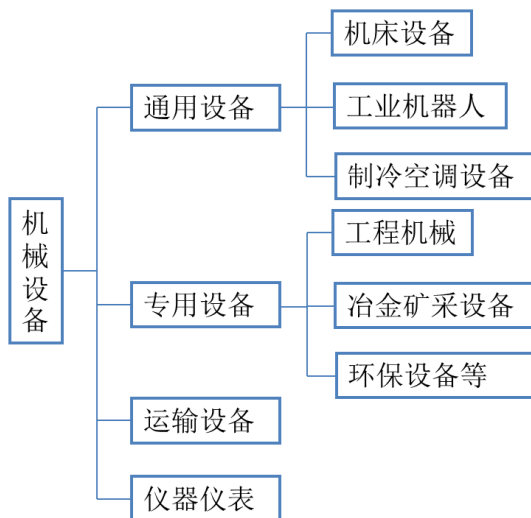
一、机械行业总体运行触底反弹，景气度分化

（一）机械行业是制造业的基础性行业

在国民经济体系中，机械设备行业位居产业链中游，产品种类繁多，应用广泛，在制造业各环节中具有不可替代的地位。机械设备行业上游为钢铁、有色等原材料行业，下游为汽车、新能源、房地产、能源、环保、纺织、农业生产、交通运输等行业提供机械设备。

机械设备行业包括专用设备制造业、通用设备制造业、运输设备制造业、仪器仪表制造业等。其中，专用设备包括工程机械、重型机械、冶金矿采化工设备、楼宇设备、环保设备、印刷包装机械、纺织服装设备和农用机械等；通用设备包括机械基础件、机床工具、制冷空调设备、磨具磨料和内燃机等，运输设备包括轨交设备、海工船舶设备等。

图 1：机械设备行业包括通用设备、专用设备、仪器仪表及运输设备等



资料来源：中国银河证券研究院整理

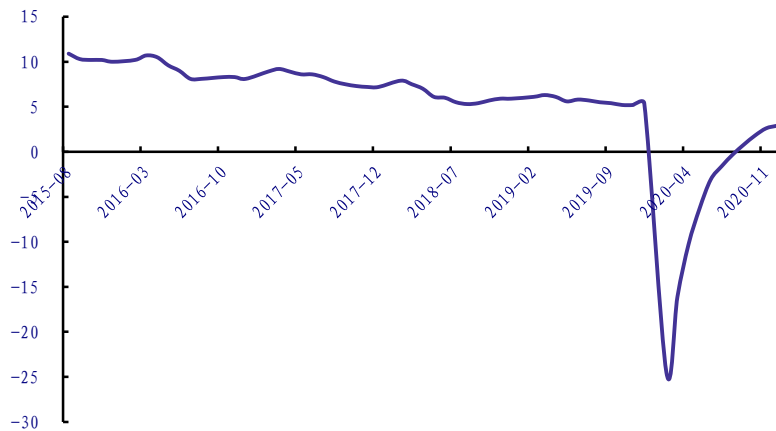
我国机械工业规模已居全球第一，但存在大而不强、自主创新能力薄弱、核心技术与关键零部件对外依存度高、服务型制造发展滞后等问题。

（二）制造业基本面继续改善，高端制造已率先复苏

1. 固定资产投资降幅继续收窄

机械类公司的产品多为资本品，主要为下游扩产所用，所以与下游行业景气度和需求直接相关。经济增长下行压力较大的背景下，下游资本开支减少。整体上看，2015 年以来固定资产投资同比增速呈现下滑的态势。2020 年 1-12 月，固定资产投资增速同比上涨 2.9%，增幅环比扩大 0.3%，依然是受益于地产与基建投资的双重影响。

图 2: 固定资产投资完成额累计同比情况



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理

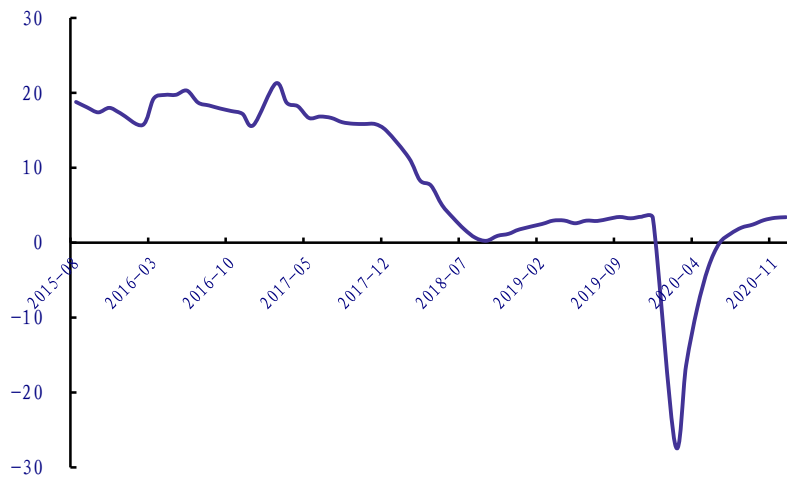
2. 基建投资增速回升明显, 看好 2021 年度继续发力

2020 年 1-12 月份, 基础设施投资同比上升 3.41%, 自 7 月首次转正后持续为正。2020 年 5 月, 政府工作报告中首次提出了“两新一重”建设, 即加强新型基础设施建设, 加强新型城镇化建设, 加强交通、水利等重大工程建设。为确保项目资金, 报告提出 2020 年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元, 比去年增加 1.6 万亿元。据财政部披露, 1-12 月财政部已经发行累计地方政府专项债 4.14 万亿元, 创同期历史新高。

2020 年 7 月, 习总书记在企业家座谈会上再次强调, 逐步形成以国内大循环为主体、国内、国际双循环相互促进的新发展格局。同月, 中央政治局会议继续强调下半年要加快新型基础设施建设, 深入推进重大区域发展战略, 加快国家重大战略项目实施步伐。要以新型城镇化带动投资和消费需求, 推动城市群、都市圈一体化发展体制机制创新。

尽管随着疫情的逐步缓解, 经济逐步复苏, 市场对于基建投资逆周期的预期有所弱化, 但从前瞻性指标来看, 12 月重卡、挖机销量分别达 11.4 万辆、3.15 万台, 同比分别增长 24%、56.4%, 仍然保持强劲增势, 在重大项目加速建设的背景下, 我们预计未来基建投资将进一步发力。

图 3: 基建投资完成额累计同比情况



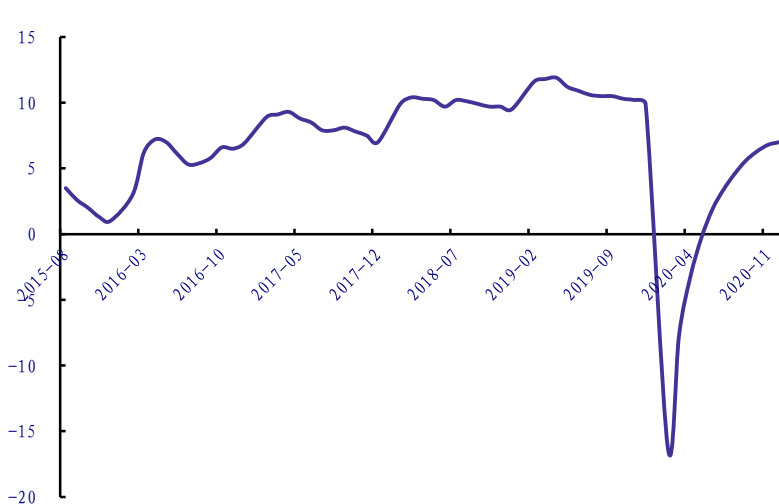
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

3. 竣工周期与销售向好拉动地产投资转正，调控预期加强

较为宽松的外部环境推动地产投资加速复苏。由于外部环境较为宽松，各房企开工节奏不断加快，开发投资逐步复苏。2020年1-12月房地产开发投资完成额同比提高7.0%，较前期增加0.2%，实现深V型复苏。

2020年1-12月商品房销售面积达176086万平方米，同比增长2.6%，涨幅环比扩大1.3个百分点；其中住房销售面积13.7亿万平方米，同比增长3.2%。销售端主要同样受到按揭贷款发放、购房刚性需求释放因素影响，反映了国内房地产市场的韧性。我们认为，竣工周期与销售向好能进一步驱动地产投资复苏。但与此同时，在“房住不炒”的基本政策指引下，以深圳、杭州为代表的区域已启动更严格的限购政策，未来长期地产的投资预计将呈现稳中有升的趋势。

图 4: 房地产投资完成额累计同比情况



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

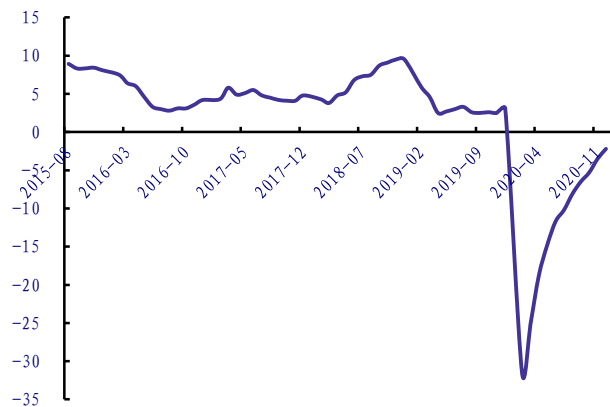
4. PMI 连续处于荣枯线以上，预计制造业复苏趋势不变

2020 年 1-12 月，制造业投资完成额同比下降 2.2%，降幅持续缩窄，较前值上升了 1.3 个百分点。从各项指标的对比来看，制造业投资的复苏相较于地产与基建偏缓。我们认为，这主要由于产能利用率较低导致企业投资意愿不强所致。在海外出口可能承压的预期下，行业复苏面临挑战。与此同时，我们看到 1-12 月全国工业用电量累计同比增长 2.7%，涨幅较前值扩大 0.7 个百分点。我们认为随着生产生活恢复，制造业将呈现稳步复苏趋势。

此外，由于企业投资资金主要来自于自筹资金与贷款，因此受到这两项的共同影响。根据人民银行发布的数据显示，截至 2020 年 9 月末，制造业中长期贷款增速为 30.5%，比去年末高了 15.7 个百分点，已经实现连续 11 个月上升。我们认为，在制造业融资的驱动下，制造业投资在未来有望进一步修复，其中高技术制造业由于具体有较高景气度，可能成为重要的投资驱动力。

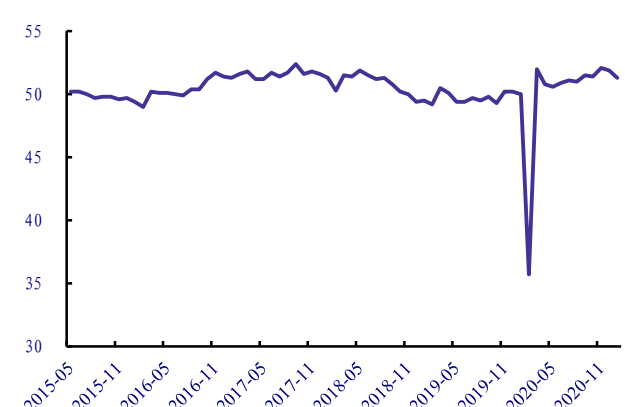
从前瞻性的指标 PMI 来看，2020 年 12 月的 PMI 为 51.9，较上期下降 0.2 个百分点，已经连续 10 个月高于荣枯线。

图 5: 制造业投资完成额累计同比情况



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 6: PMI



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

(三) 政策推动制造业高质量发展，RCEP 签订迎来重大机遇

近年来，我国出台了一系列旨在促进高端装备、智能制造发展的政策，为机械行业转型升级创造了宽松良好的政策环境。截至目前，我国先后出台了《中国制造 2025》、《智能制造发展规划（2016-2020）》、《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》、《高端智能再行动计划（2018-2020 年）》、《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划（2018-2020 年）》等重要规划，并以此形成了制造强国战略政策体系。

2019 年中央经济工作会议将推动制造业高质量发展列为年度七项重点工作任务之首。2020 年 5 月 14 日中央政治局常委会议指出：要深化供给侧结构性改革，充分发挥中国超大规模市场优势和内需潜力，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局。5 月 23 日，总书记再次指出：“逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的发展格局”。2020 年 7 月 30 日召开的中共中央政治局会议指出，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相

互促进的新发展格局。在外部复杂的环境下，“国内大循环”将会是成为我国未来发展的重要主线，从而进一步明确我国发展的任务，为我国制造业发展指明了方向。

2020年10月29日，“十四五”规划正式发布，提出要加快发展现代产业体系，推动经济体系优化升级。坚定不移建设制造强国，推进产业基础高级化、产业链现代化，提高经济质量效益和核心竞争力。在保持制造业比重基本稳定，巩固壮大实体经济根基的同时，兼顾发展战略性新兴产业，推动先进制造业集群发展。

表 1: 高端装备、智能制造发展相关政策

时间	政策名称	主要内容
2015 年	《中国制造 2025》	我国实施制造强国战略的第一个十年行动纲领
2016 年	《智能制造发展规划 (2016-2020)》	“十三五”时期全国智能制造发展的纲领性文件，明确了“十三五”期间我国智能制造发展的指导思想、目标和重点任务。
2016 年	《“十三五”规划纲要》	促进制造业朝高端、智能、绿色、服务方向发展，培育制造业竞争新优势。高端装备制造业的焦点集中在十大类高端装备方面。
2017 年	《高端智能再制造行动计划 (2018-2020 年)》	突破制约我国高端智能再制造发展的关键共性技术，发布 50 项高端智能再制造管理、技术、装备及评价等标准。
2017 年	《增强制造业核心竞争力三年行动计划 (2018-2020 年)》	重点领域关键技术产业化实施方案，包括：轨道交通装备、高端船舶和海洋工程装备、智能机器人、智能汽车、现代农业机械、高端医疗器械和药品、新材料、制造业智能化、重大技术装备。
2017 年	《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划 (2018-2020 年)》	力争到 2020 年，一系列人工智能标志性产品取得重要突破，在若干重点领域形成国际竞争优势，人工智能和实体经济融合进一步深化，产业发展环境进一步优化。
2019 年	中央经济工作会议	将推动制造业高质量发展列为年度七项重点工作任务之首。高端制造装备作为制造业突出短板，迎来多项扶持政策，包括设立专项资金支持高端装备与智能制造、高档数控机床、轨道交通装备产业集群等。
2020 年	《智能汽车创新发展战略》	到 2025 年，中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、基础设施、法规标准、产品监管和网络安全体系基本形成。实现有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产，实现高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用。
2020 年	《关于促进国家高新技术产业开发区高质量发展的若干意见》	以深化体制机制改革和营造良好创新创业生态为抓手，以培育发展具有国际竞争力的企业和产业为重点，以科技创新为核心着力提升自主创新能力，围绕产业链部署创新链，围绕创新链布局产业链，培育发展新动能，提升产业发展现代化水平，将国家高新区建设成为创新驱动发展示范区和高质量发展先行区。
2020 年	习近平总书记在企业家座谈会上的讲话	要逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。在当前保护主义上升、世界经济低迷、全球市场萎缩的外部环境下，我们必须充分发挥国内超大规模市场优势，通过繁荣国内经济、畅通国内大循环为我国经济发展增添动力，带动世界经济复苏。要提升产业链供应链现代化水平，大力推动科技创新，加快关键核心技术攻关，打造未来发展新优势

资料来源：工信部、国家发改委、中国银河证券研究院整理

2020年11月15日，东盟十国及中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰等15个国家签署的区域全面经济伙伴关系协定（RCEP），由于RCEP协定取消关税和非关税壁垒，企业的成

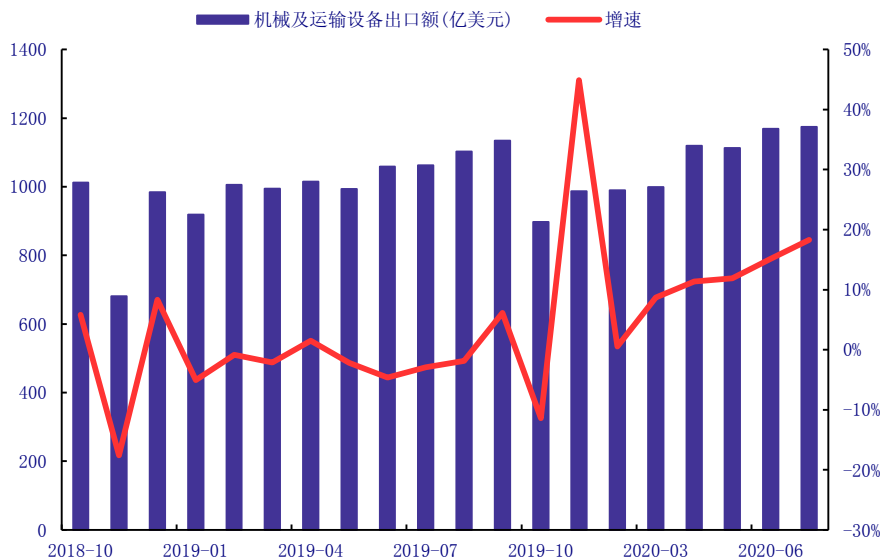
本大幅降低，同时相应降低中小企业进入的门槛，对我国的机械行业更是机遇。对于机械行业而言，短期内成效可能不如纺织业等制造业显著，但长期来看存在巨大的机会。

RCEP的体量巨大，据统计，截止2018年，RCEP的15个成员国涵盖29.7%的全球人口，其经济规模占全球经济比重高达28.9%，规模高于美墨加协定（USMCA）、CPTPP或欧盟28国的比重；在投资方面，RCEP吸引外国直接投资流入额占全球总额的38.3%，较USMCA、CPTPP和欧盟分别高出10%、14.2%、34.1%；在贸易方面，2018年中国对RCEP区域内成员方的总贸易额超过1.3万亿美元，占全年进出口贸易总额的28.3%。

考虑到今年的疫情情况，RCEP的顺利签署，将会推动我国疫情后机械行业恢复，在一定程度上为中国机械行业持续扩大国际市场份额打下基础。机械行业的某些龙头公司已带着“中国制造”的标签，RCEP的签署将使中国全产业链制造优势得到进一步发挥，机械行业将更有可能出现世界级的龙头企业，例如工程机械领域中的三一重工将有机会超过美国的卡特彼勒，而竞争力弱的企业将可能会被挤出市场。

出口方面，国产品出口销量增加，逐步挤占国际的市场份额，巩固国产品在国际市场的地位，扩大国产品的国际影响力，根据中国的月度出口数据显示，中国的机械产品出口保持了连续几个月的增长，RCEP的签署为机械行业企业的长远发展打下新的基础；进口方面，进口价格降低，成本相应地下降，盈利空间扩大，考虑到我国的工程机械行业的核心零部件依赖进口，RCEP的签署有利于压缩制造成本。

图7：近年月度机械及运输设备出口额情况



资料来源：海关月度数据库，中国银河证券研究院整理

“一带一路”带动了中国的机械企业海外份额的持续增长，RCEP的签署更将推波助澜。对于工程机械板块，RCEP的其他国家的基建水平不高，正适合我国援建他国，帮助其他国家和地区建设基础设施来实现现代化，同时刺激工程机械产业出口；对于仪器仪表板块，有利于我国仪器仪表企业“走出去”，刺激产品出口，提高国产品竞争力，扩大海外市场份额，惠及各国消费者；对于机器人板块，由于19年的中美贸易战以及今年的新冠疫情影响，机器人产业表现不佳，RCEP的签订有利于我国制造业出口，拉动中国制造业固定资产投资，同时扩展

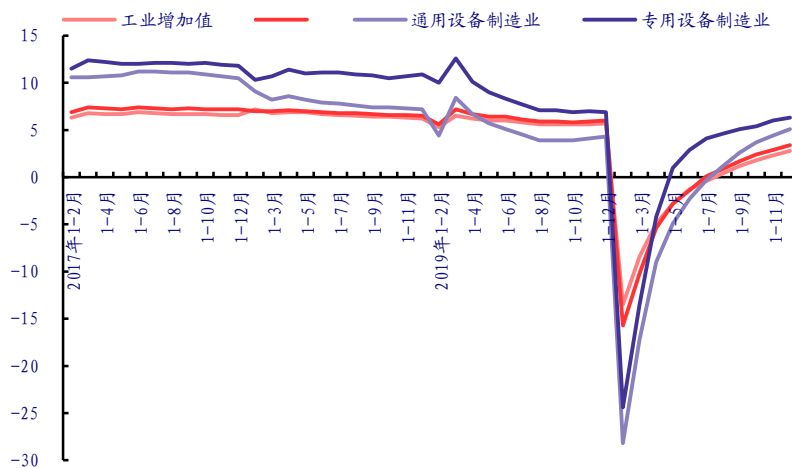
国产机器人的亚洲市场。随着各项规则落地，取消关税和非关税壁垒效应的叠加将加快释放 RCEP 的贸易创造效应。基于以上原因，高度看好 RCEP 的签订给中国机械制造企业带来的长期机会。

(四) 专业设备的复苏相对更为强势

1. 工业与制造业受疫情的影响逐渐恢复

2020 年 1-12 月，规模以上工业增加值同比上升 2.8%，自今年 8 月首次转正后持续为正；制造业同比增加 3.4%，较前值增加 0.5 个百分点，自今年 7 月首次转正后持续为正。其中，通用设备累计同比上升 5.1%，自今年 8 月首次转正后持续为正；专用设备增速保持相对强势复苏，同比增长 6.3%，增速扩大 0.3%。值得注意的是，包含大量高端制造的专用设备的复苏最为强劲。

图 8: 机械设备行业增加值增速



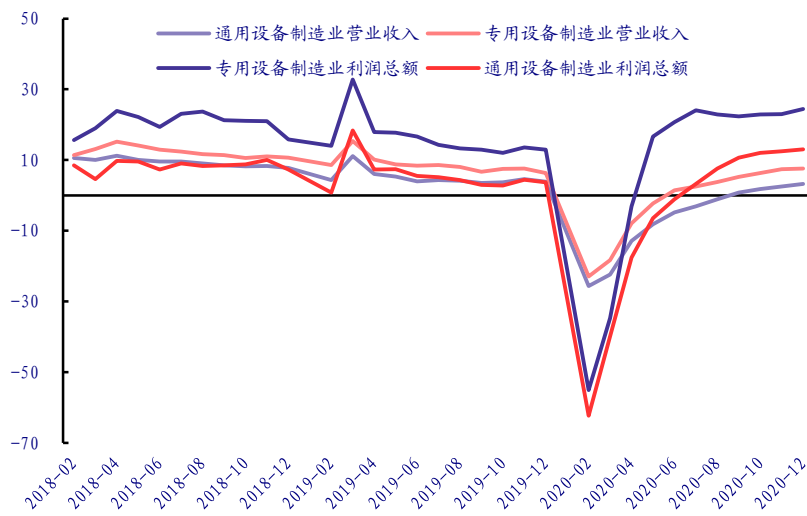
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

2. 专用设备盈利改善继续改善，行业业绩有望进一步提升

2020 年 1-12 月，通用设备行业营业收入同比上升 3.2%，较上期提升 0.7%；利润同比上升 13.0%，较上期提升 0.5%。专用设备营业收入增速扩大，实现同比增长 7.6%，利润增速继续提升，实现同比增长 24.4%。由于专用设备包含主要的高端制造，从其盈利状况的改善来看，可以看到下游高技术制造业的景气度呈向好的趋势。

光伏、锂电等新能源需求逐步复苏；手机、平板、可穿戴装备等需求保持较强韧性，12 月 3C 制造业工业增加值同比增长 11.6%，国内 3C 产业链整体向好；12 月汽车制造业工业增加值同比上升 10.4%，我们预计未来汽车、家电等制造业的投资也有望提速。因此，我们认为 2021 年专用设备领域将继续保持较好的盈利趋势，未来业绩有望进一步提升。

图 9: 机械设备行业营收增速和利润增速



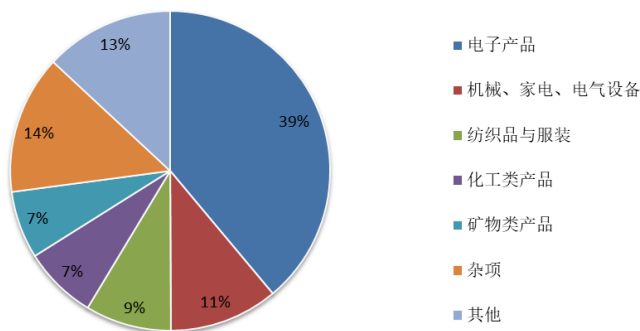
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

3. 海外出口对工程机械、轨交装备、工业机器人等装备影响相对较小

我们认为,中国是制造业大国,工业产值位居全球前列,但核心技术和高端产品对外依存度较高,与世界制造强国之间还存在较大差距,高端数控机床、工业机器人等产品仍需要大量进口。具体到工程机械、轨交装备、工业机器人、数控机床等具备代表性的中国高端装备制造业,我们发现出口额/量占销售总额/量的比例较小,出口到美国的数量更小,像工业机器人核心零部件、高端数控机床,中国仍需要从国外大量进口,因此,海外出口的下对中国高端制造影响较小,并能一定程度上加速高端装备国产化进程。

根据美国国际贸易委员会的统计,中国出口美国的产品中占比最大的为电子产品,2018年占比为 39%;此外机械、电气设备及家电等合计出口额为 593 亿美元,占比为 11%;纺织品占比 9%,化工产品占比为 7%。因此我们认为,尽管全球疫情以及国际形势面临挑战,但对作为核心的机械设备影响相对有限。

图 10: 2018 年中国出口美国产品中占比最大的为电子产品



资料来源: 美国国际贸易委员会, 中国银河证券研究院整理

(五) 细分子行业景气度分化

我们预计工程机械、光伏设备、锂电设备、半导体设备、油气装备及服务将维持高景气度，轨交、工业机器人景气度有望反弹，农机、电梯景气度下滑，具体如下表所示。

表 2: 机械设备行业细分子行业景气度

分类	细分行业	主要观点
周期板块	轨交装备	1) 疫情影响之下，政策预期加大，逆周期调节+补短板+项目批复提速； 2) "十三五规划"支持铁路投资和车辆需求；3) 更新需求的逻辑继续强化，景气度有望反弹
	工程机械	2020 年 1-12 月份挖机销量 327605 台，同比涨幅 39%，2020 年 12 月同比涨幅 56.4%。一方面是此前延后的需求加速释放，另一方面受益于基建托底经济，景气度将维持高位。国产龙头企业市占率有望持续提升。
	油气装备及服务	尽管短期内疫情影响了全球原油需求，WTI 原油价格相对低位。但从国内市场来看，中海油预计 2020 年资本开支 850-950 亿元，同比增长 6%-18%，中石油、中石化将继续加大国内开发的资本支出。在改善能源安全战略指导下，预计油气装备及服务需求持续增长，全年景气度向好。
	煤机	煤炭行业转暖，煤炭企业设备更新需求渐释放，以设备更新需求为主，高增速难以维系。
	核电设备	2019 年中国重启核电重启，相关项目建设推进，带来新增长动力。
	机床	工业母机，与宏观经济高度相关，大规模投资扩产期才能明显拉动机床需求。目前下游扩产动力不足，景气度低迷。
	电梯	尽管电梯的竞争仍面临较大压力，但根据政府工作报告要求，未来将改造 3.9 万个小区。老旧小区改造有望提升板块未来景气度。
	农机	农机行业主要产品产量全面下降，经济指标持续下行。
	天然气储运设备	国内能源结构转型，天然气有望进入黄金发展期，我们看好天然气储运设备板块。
成长板块	激光设备	短期看，价格战影响国内激光设备生产商的盈利能力，但其市占率也在同步提升。下游制造业企业投资低迷影响市场需求，但随着新能源与 3C 产业链复苏，预计景气度将同步回升。我们看好行业的成长空间以及国产设备的份额持续提升。
	半导体设备	2020 年上半年，中国半导体销售总额 714 亿美元，同比增长 5.5%；全球半导体销售总额 2082 亿美元，同比增长 6.8%，行业整体逐步回暖。设备方面，2020 年一季度，大陆地区销售总额 35 亿美元，同比增长 48.3%，高于全球增速（12.9%），保持高景气度。目前，随着美国加大对半导体产业链的控制，国产替代正在加速——北方华创 14nm 制程设备完成自主突破，中微公司的刻蚀设备供应全球顶级晶圆厂。随着国内市场的增长，国产化进度加速，我们继续看好半导体设备的整体大趋势。
	锂电设备	2019 年 1-12 月国内新能源汽车产量约 119 万辆，累计同比下滑 0.6%。但在特斯拉和传统车企的共同助力下，预计 2020 年新能源汽车将迎来新一轮成长高峰。2020 年 12 月，新能源汽车产量当月同比增加 55.7%，创

表 2: 机械设备行业细分子行业景气度

分类	细分行业	主要观点
		下 12 月新纪录。下游头部锂电厂商预计将在 2021 年持续大幅扩产，锂电设备需求预期增大，我们预计到 2025 年锂电设备行业复合增速预计超过 30%。
	物流设备	盈利弹性受益成本下降，行业稳中向上。
	光伏设备	国内光伏发电规模提高，光伏平价进程提速，带动光伏装备需求增加，维持高景气度。
	工业机器人	(1) 2020 年 1-12 月工业机器人产量同比上升 19.1%，行业整体呈现快速复苏趋势；(2) 长期制造业升级，行业增长空间依然巨大；(3) 核心零部件减速及国产化提速；(4) 疫情加大自动化研发的投入，国内具有核心技术的供应商有望受益。
消费属性	消费机械	下游客户分散于消费领域，如家具、食品、饮料、医疗等，需求波动受固定资产投资影响小，业绩相对较为稳健。

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

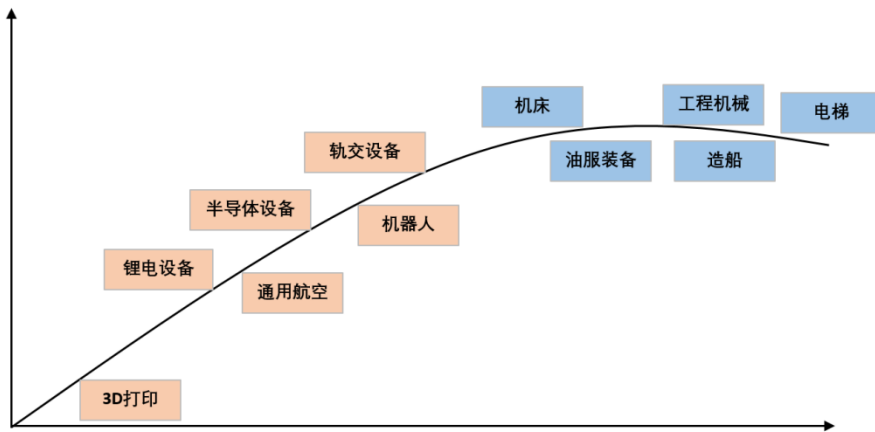
二、智能制造是未来制高点，高端装备将成重点方向

(一) 机械设备横跨产业生命周期各阶段，新兴行业成长空间大

1. 机械行业子行业众多，不同子行业差别较大

机床、造船、工程机械、油服装备、电梯等发展属于成熟期，以机床为代表，是工业的母机，其增长与宏观经济增长高度相关，表现出较强的周期属性。机器人、锂电设备、半导体设备等发展处于成长期。3D 打印处于初创期。

图 11: 机械主要子行业的产业发展阶段



资料来源: 中国银河证券研究院整理

2. 长期来看，机器人、锂电设备、半导体设备等新兴行业成长空间巨大

中国已成全球最大且增长最快的工业机器人市场。由中国电子学会发布的《中国机器人产业发展报告 2019》显示，2019 年中国机器人市场规模预计达 86.8 亿美元，其中工业机器人 57.3 亿美元，2014 年-2019 年中国机器人市场平均增长率达到 20.9%。目前中国工业机器人密度刚刚达到全球平均水平，但仍然不到德国和日本的 1/3、美国的 1/2，未来仍有很大提升空间。

锂电设备需求依然巨大。新能源汽车引来新周期。随着特斯拉全球出货量保持稳定增长，以及欧洲传统车企加大新能源车布局，新能源车未来确定性再度得到强化。根据相关机构的统计数据，预计到 2025、2030 年电动化率将达到 14%、20%；而从整车厂的规划来看，2025 年各大车企目标基本在 15%-25%，2030 年预计将达 30-40%，更为激进。我们预计 2025、2030 全球动力电池需求量将分别达到 685GWh、1322GWh，远期供需存在较大缺口。国内宁德时代、比亚迪，国外松下、LG、三星、Northvolt 共 6 家电池龙头企业 2019 年底产能合计约 150GWh，产能和需求存在较大缺口。未来新能源设备市场空间广阔。

半导体设备市场保持高速增长，SEMI 预计 2020 年全球半导体设备市场将增长 20.7%，达到 719 亿美元，创历史新高，其中中国占比将从 2017 年的 15% 提高至 20%，约 170 亿美元，有着广阔成长空间。目前 IC 设备国内市场自给率仅有 5% 左右，未来国产替代空间巨大，国内厂商正处于技术追赶期，随着摩尔定律趋近极限，技术进步放缓，国内厂商与全球龙头技术差距正在逐渐缩短。

(二) 智能制造是发展趋势，我国处于全球第二阵营

1. 智能制造成为各国制造业竞争的制高点

智能制造是基于新一代信息技术与先进制造技术深度融合，贯穿于设计、生产、管理、服务等制造活动的各个环节，具有自感知、自学习、自决策、自执行、自适应等功能的生产方式。这里智能制造是广义的，不仅是智能制造装备，包括产品的智能化、装备的智能化、生产的智能化、管理的智能化、服务的智能化五方面。目的在于提高生产效率，降低成本，创造新的价值。

目前各主要制造业大国都已将智能制造作为未来制造业发展的重要趋势，美国早在 2011 年就提出工业互联网战略，并在 2018 年 10 月 5 日发布了最新《先进制造业美国领导力战略》报告，其提出的发展的首要目标就是打造未来的智能制造系统，包括先进工业机器人、智能与数字制造、人工智能基础设施、制造业的网络安全。德国提出了著名的工业 4.0 发展战略。日本最近的《日本制造业白皮书（2018）》中跟前几年有重大的不同，那就是日本政府已经意识到，我们所处的时代是一个“非连续创新”的阶段，强调了“互联工业”的重要性。中国 2015 年提出了“中国制造 2025 战略”，重点也是将智能化制造作为今后发展的主线，并于 2016 年出台了《智能制造发展规划》。

表 3: 各国智能制造发展战略

战略规划	美国工业互联网	德国工业 4.0	中国智能制造发展战略
发布时间	2011 年	2013 年	2016 年

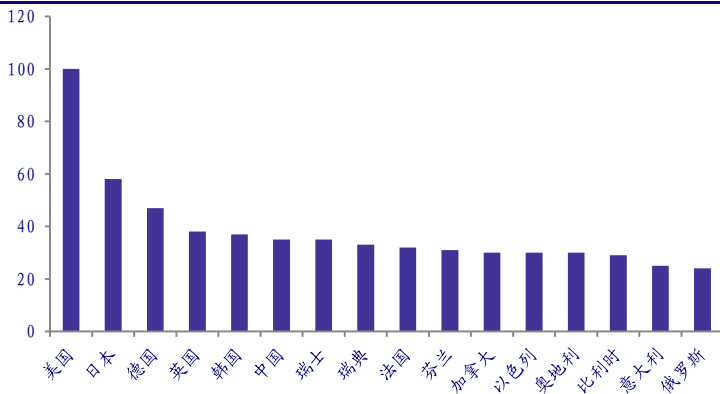
目标	将大数据、传感器和人有机结合起来，突破智慧和机器的界限，实现工业生产的网络化、智能化、柔性化和服务化。升级关键的工业领域，进行工业互联网革命。	建立一个高度灵活的个性化和数字化的产品与服务的生产模式，提高德国工业竞争力。在新一轮工业革命中抢占先机，推进第四次工业革命。	将体现信息技术与制造技术深度融合的数字化，智能化制造作为今后发展的主线，实现制造业转型升级，从大国向强国转变。
核心	信息化下延至设备	设备向上延至信息化	两化融合，智能制造
优势	有 Google, IBM 等 IT 巨头和大量 IT 企业，在软件、大数据和物联网上有竞争优势，可在智能制造信息系统类生产方式构建上取得领先	制造业占 GDP 比重较高，高端制造业发达，制造业应用上有先发优势，中小型企业占比高，经济结构利于工业 4.0 的未来展开	拥有最大的制造业市场，自动化技术市场规模已占世界市场的份额三成以上；政策支持，对新技术更加开放，并具备良好的市场氛围
劣势	制造业缺乏规模性	IT 和互联网行业不够发达；国内市场小，同质性小，IT 解决方案难以大规模实施	制造业低端，自主创新能力不强，核心技术和关键元器件受制于人

资料来源：工信部，wind，中国银河证券研究院整理

2. 美国、日本、德国智能制造水平领先全球，中国处于全球第二梯队

美国、日本、德国智能制造水平领先全球，中国居于第二梯队。根据《全球智能制造发展指数报告（2017）》，中国名列智能制造发展综合排名全球第 6 位，美国、日本和德国名列第一梯队，是智能制造发展的“引领型”国家；英国、韩国、中国、瑞士、瑞典、法国、芬兰、加拿大和以色列名列第二梯队，是智能制造发展的“先进型”国家。

图 12：全球智能制造发展指数综合评价结果



资料来源：《全球智能制造发展指数报告（2017）》，中国银河证券研究院整理

从发展格局来看，欧美传统制造业强国拥有较多技术与经验积累，转型升级难度较小，具备较强竞争实力；基于世界工厂时代的积累，亚洲等新兴经济体在智能制造方面也呈现出较大竞争优势。当前，中国等发展中国家制造业转型升级与发达国家的“重振制造业”政策形成共振，使得全球智能制造格局处于快速发展的动态平衡中。

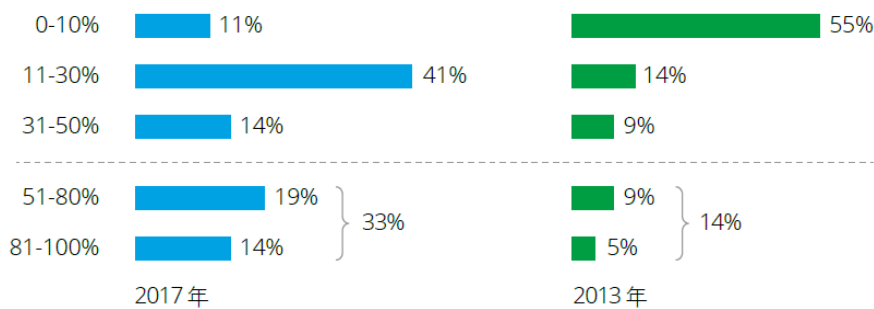
3. 过去几年，中国智能制造转型取得较大进展

过去几年，我国智能制造取得了显著发展，主要体现在以下几个方面：1) 制造型企业数

字化建设取得明显进展，为智能制造发展奠定了良好基础；2) 财务效益方面，智能制造对企业的利润贡献率明显提升；3) 典型应用方面，中国已成为工业机器人第一消费大国，需求强劲。

智能制造利润贡献率明显提升，利润来源包括生产过程中效率的提升和产品服务价值的提升。2013 年智能制造为企业带来的利润并不明显，55%受访企业其智能制造产品和服务利润贡献率均处于 0-10%区间，而 2017 年，仅有 11%受访企业处于这个区间，而 41%受访企业处于 11-30%区间，利润贡献率超 50%的企业，由 2013 年 14%提升到 2017 年的 33%。

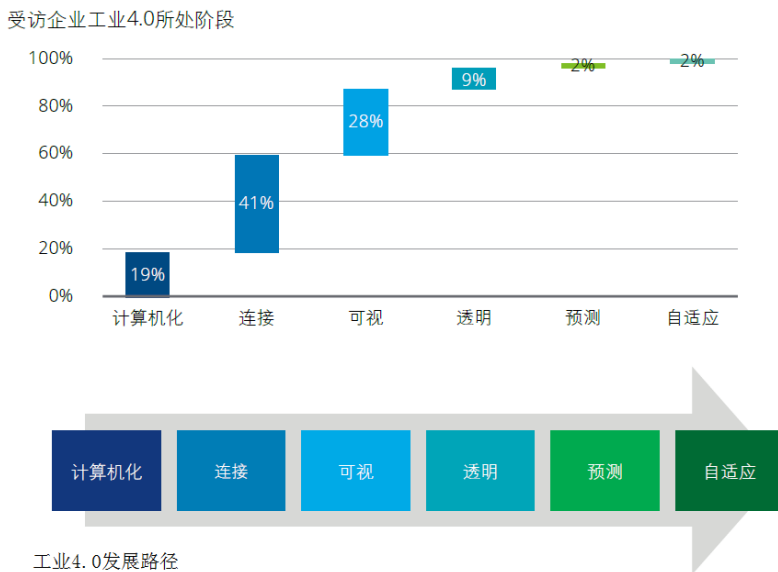
图 13: 中国受访企业智能制造利润贡献率



资料来源: 德勤公司《2018 年中国智能制造报告》，中国银河证券研究院整理

随着中国两化融合及工业互联网等工作的推进，制造型企业数字化能力素质显著提升，大部分企业正致力于数据纵向集成。根据德勤调查结果，81%受访企业已完成计算机化阶段，其中 41%处于连接阶段，28%处于可视阶段，9%处于透明阶段，而预测和自适应阶段的企业各站 2%。

图 14: 我国制造企业数字化建设调研结果



资料来源: 德勤公司《2018 年中国智能制造报告》，中国银河证券研究院整理

4. 中国智能制造市场巨大，但国内产业核心环节仍存短板

随着制造业智能化的升级改造，我国智能制造装备产业呈现较快的增长，2017 年市场规模突破 1.5 万亿元。鉴于国内装备制造业的庞大市场容量，随着我国装备制造业竞争优势逐步增强，以及国内产业升级需要，未来 5-10 年，我国高端装备制造业将迎来发展的重要战略机遇期。根据《智能制造装备产业“十二五”发展规划》，到 2020 年，我国智能制造装备业将成为具有国际竞争力的先导产业，逐步形成完善的智能装备产业体系，产业销售收入超过 3 万亿元。根据前瞻产业研究院的估测，到 2022 年我国智能制造装备产业销售收入超过 38000 亿元。未来 5 至 10 年，中国智能装备制造业增长率将达到年均 25%。

另一方面，我国智能制造产业仍存短板。作为智能制造最重要的核心载体，工业机器人是实现智能制造的执行机构。虽然我国已成为全球最大且增长最快的工业机器人市场，但据中国机器人产业联盟（简称 CRIA）在《全球机器人 2019（World Robotics2019）》发布会上发布的 2018 年中国工业机器人市场统计数据显示，自主品牌工业机器人在市场总销量中的比重仅为 27.88%，国内大部分市场都被日系、欧系的机器人企业所占据，并且以“四大家族”为代表的外国厂商均加速在我国扩张产能布局。国内的机器人企业不仅从营收规模、利润还是研发投入方面，与国外机器人巨头企业都差距巨大。

表 4：国外机器人“四大家族”与国内机器人龙头企业 2019 年财务数据比较（历史汇率）¹

指标	ABB	发那科	安川	库卡	机器人	埃斯顿
营收	1951.8	333.1	262.7	249.5	27.5	14.2
利润	100.4	48.1	10.0	1.4	2.9	0.9
研发投入	83.6	32.8	12.1	12.5	1.6	1.3
研发投入占营收比例	4.3%	9.8%	4.6%	5.0%	5.8%	9.2%

资料来源：WIND，公司财报，中国银河证券研究院整理

（三）机械行业议价能力总体不强，细分行业竞争结构各有差异

机械行业位居产业链中游，面对上下游行业双向挤压，如果所在细分行业市场集中度不高，往往竞争较为激烈，议价能力不强。总体来看，对上游的议价能力：机械行业仅是其主要上游钢铁行业应用之一，议价能力有限。对下游的议价能力：机械设备下游是汽车、房地产、能源、交通等行业，机械对下游议价能力较差。细分行业方面，机械行业子行业众多，不同行业相差较大，主要细分子行业竞争结构如下表所示。

表 5：机械设备行业主要细分子行业竞争结构

细分行业	竞争结构
轨交装备	行业技术壁垒高、集中度高。 轨交设备行业技术水平较高、规模较大的有中国中车、加拿大庞巴迪、法国阿尔斯通、德国西门子以及日本日立和川崎重工等公司。中国中车为全球最大的轨交设备制造商，中国也是全球高铁里程最长的国家。
工程机械	工程机械行业市场集中程度较高，国产品牌市占率有所提升，市场份额将继续向龙头企业倾斜。 从全球来看，中国已经成为工程机械制造大国；装载机、挖掘机、汽车起重机、压路机、叉车、推土机、混凝土机械等产量跃居世界首位。根据国际权威统计机构 KHL 发布的 2018 年全球工程机械制造商排行榜中，前十名中国有两家企业上榜：徐工机械和三一重工。2018 年国产挖掘机市

¹ 历史汇率：1CNY=15.6448JPY，1USD=6.9762CNY

表 5: 机械设备行业主要细分子行业竞争结构

细分行业	竞争结构
	<p>场份额进一步提升，随着竞争加剧，未来中小型、实力较弱的工程机械企业逐渐被淘汰，龙头企业市占率不断提高。</p>
油气装备及服务	<p>油服行业国内由国有企业主导，压裂设备等细分行业部门民营企业表现较为优异。全球来看北美等地区油服市场竞争较为充分，并成长起来了国际四大油服公司：斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯（已被 GE 收购）、威德福，同时也有在页岩油开发方面较为专业的中小型企业。国内来看，由于历史及下游客户原因，目前市场主要由中石油、中石化、中海油的服务及设备公司占据，民营企业目前主要在细分行业有一定优势。随着国内页岩气开发加速，压裂设备子行业景气度维持高位，杰瑞股份为国内压裂设备领先企业，未来有望保持快速增长趋势。</p>
机床	<p>国内机床市场化程度较高，国产机床多为中低端产品，市场竞争较为激烈。中国是全球第一大机床生产和消费国，但国产机床多为中低端产品，且竞争激烈，中高端产品多从日本、德国等国家进口。受低端市场产能过剩等因素影响，国内机床行业亏损企业较多。</p>
工业机器人	<p>工业机器人四大家族占领国内主要市场，国产机器人企业众多，但以中小企业为主，国内龙头企业与国外差距较大。日本、德国的工业机器人水平全球领先，四大家族等为全球主要的高端工业机器人供应商。中国已成为全球最大且增长最快的工业机器人市场，市场份额占全球约三分之一，但国内高端市场被国外巨头所占据。总体来看，国内企业数量虽多，但以中小企业为主，且主要集中在系统集成环节。</p>

资料来源：中国银河证券研究院整理

三、行业面临的问题及建议

（一）现存问题

1. 核心技术缺失，国内高端装备制造市场被外国巨头占据

根据工信部调研结果，32%的关键材料在中国仍为空白，52%依赖进口。高档数控机床、高档装备仪器、运载火箭、大飞机、航空发动机、汽车等关键件精加工生产线上 95%以上制造及检测设备依赖进口。

中国已成为全球最大的高端装备制造市场，但巨大国内市场被外国巨头占据。2018 年我国国内工业机器人市场国产品牌占有率仅为 27.88%，高档数控机床国产化率仅 6%，半导体装备国产化率不到 15%，汽车制造设备国产化率约 30%。未来，在中国进一步扩大对外开放的背景下，国外巨头也会加紧对中国巨大市场的渗透。

此外，低端生产环节面临东南亚等发展国家竞争威胁。中国制造业人工成本上涨速度明显快于世界其他主要经济体，目前印尼的制造业小时人工成本已不到中国的五分之一。虽然短期看东南亚国家在工业基础、产业配套等方面与中国差距巨大，不足以造成工业订单大幅外流，但长期看低端产业转移的趋势很难改变。

2. 科技创新成果转化不畅

科技成果向产业转移转化成功率偏低，目前约为 10%，与发达国家 30%-40%的科技成果转化率相比有较大差距。一方面，中国研究主体依赖高校和科研院所，而由于体制等方面原因，高校、科研院所考核指标偏重于学术、技术层面，如论文数量及影响力等，使得其虽然拥有大量优秀技术成果，但是缺乏推动技术产业化、商业化的内在动力。另一方面，企业为了自身生

存和应付资产保值增值等考核要求，只愿接纳成熟、可靠的技术和产品，而创新成果的成熟度和质量不佳，存在较大风险，不能达到企业要求。总之，科研院所的技术创新与产业化发展难以形成互动局面，致使科技成果转化率低。

3. 市场集中度偏低，缺少有国际影响力的领军企业和知名品牌

中国在制造业方面仍然没有千亿市值的公司，美国、日本、德国、英国这一数字为 21 家、5 家、7 家、11 家。农机装备、工业机器人等细分行业企业打价格战情况严重，导致利润率缩水，竞争激烈。部分机械制造行业虽然企业数量很多，但以中小企业为主，市场集中度低，缺少有国际影响力的高端装备品牌。品牌代表了消费者对产品的认可度，也是企业获取溢价的来源。目前来看，美、日、欧长期全面占据品牌高地；韩国则在优势产业方面有一些品牌影响力；而中国从代工贴牌起家，逐渐往品牌化走，但仍然存在企业缺乏品牌意识和品牌战略的问题。国内很多企业更倾向于为大型企业贴牌生产，这样既可以利用国内廉价劳动力和土地成本，又省去了创造自身品牌所需的资本。但这种企业运营模式缺乏持续盈利的能力，企业进行重复的劳动，只能得到小部分利益。在世界品牌实验室 2016 年发布的世界品牌 500 强企业中，中国有 38 家企业入选，但是没有一家机械制造企业。

4. 机械制造企业发展环境有待改善

机械制造企业面临成本上升、人才匮乏困境。上游原材料价格不断攀升，使中游的机械装备制造制造业承压。能源成本方面，中国高于美国，与其他制造业大国基本相当。人工成本方面，中国工资上涨速度明显快于世界其他主要经济体。物流成本方面，我国制造业生产成本中仍有三成左右被物流占去，远高于发达国家的 10%-15%。资金成本方面，中国目前高于大部分制造业大国。同时，机械制造业是劳动密集型产业，除了需要科技创新人才和管理人才意外，还需要高级技工工人等。而目前我国人口红利正在逐渐消减，年轻人价值观发生变化，不愿意学习技术，不愿意到工厂工作，随着老一代技术工人逐渐老去，高技能人才面临短缺，技术工人技能偏低，不但造成企业用工成本上升，更是影响企业运转效率和产品质量。

(二) 建议及对策

1. 提升以企业为主体的创新能力

目前虽然企业研发经费有了很大提高，但是企业研发投入中应用研究比例由 1995 年的 14.51% 下降到 2016 年的 3.04%，基础研究投入比例始终不足 1%，说明企业对科学研究的贡献还是非常有限，应当加大企业在应用研究与基础研究方面的力度。我们认为，应加强产学研结合，提升高校科研院所技术转移服务能力。同时，强化企业创新的主体地位，加强知识产权保护，从而提升企业创新内生动力。优化企业科研经费投入结构，提高使用效率。

2. 健全科技成果转化机制，推进“产学研”协同创新

建设共性技术研发平台，推进产学研协同创新。抓紧布局国家实验室、重组国家重点实验室体系，强调企业为主体的产学研一体化创新机制。依托现有装备制造业协同创新中心等平台，组建创新中心、高校、科研院所、企业、行业协会等广泛参与的协同创新合作联盟，建立合作网络和合作机制，加强创新主体间互动共享与开放协作。

提升高校科研院所技术转移服务能力。完善科研评价激励机制,以促进科研成果应用转化为导向,建立健全科研评价体系,从学术价值、经济效果和社会影响等方面对科研人员和科研组织进行分类评价,建立规范的激励机制。完善科研人员分类考核,根据创新性研究、基础研究、应用研究、技术转移和科技服务、技术支撑和服务等领域特点,确定考核重点。支持高校科研院所申请设立科技成果转化服务机构,鼓励有条件的高校和科研院所建立健全专业化、市场化的科技成果转化机构,统筹科技成果转化与知识产权管理职责和市场运营。探索科技成果转化有效机制与模式,建立科技成果披露与管理制度,培育一批提供专业的价值判断、专利保护、需求对接、法律和财务谈判等服务的国家技术转移服务机构。

3. 促进行业整合, 培育领军企业

在培育领军企业方面,我们认为应鼓励优势企业加大兼并重组力度,促进行业有效整合,避免恶性竞争,支持有优势的企业“走出去”。同时,致力于打造产业集群,发挥协同效应,形成产业配套优势。

4. 降低企业经营压力, 加快培养高技能人才

应防止劳动力绝对成本过快提高,拓宽社保资金的统筹渠道,增强收支平衡能力,理顺社会统筹和个人账户的基金结构,指导地方根据情况降低养老和医疗保险费率,合理降低失业保险费率。应加快传统物流业转型升级,完善物流服务体系,降低物流运输成本。

应该加强产教融合、校企融合,培养适合机械制造企业发展的的人才,推进职业教育培训与岗位开发相结合,加强高技能人才和复合型人才的培养。支持复合条件的企业设立技师工作站,实现高技能人才、专家及其创新团队与企业的对接,有效发挥高端人才在企业重大研发项目、高技能人才培养方面的作用。

四、机械设备行业在资本市场中的发展情况

(一) 上市公司数量占 A 股近 10%, 营收总和占机械行业 15%

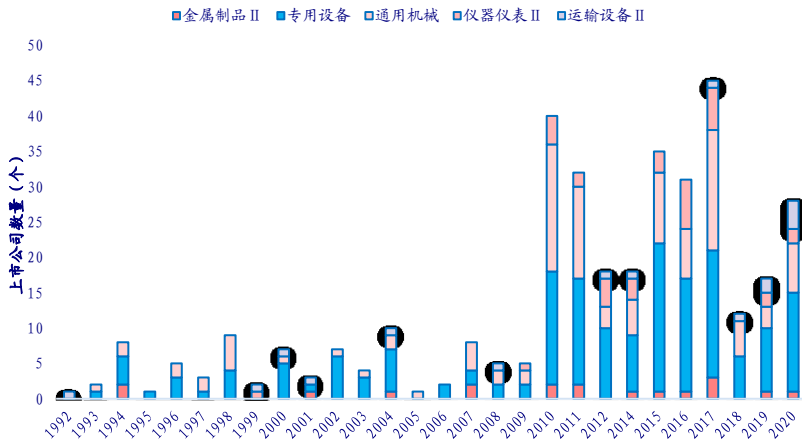
机械设备行业共有上市公司 413 家,占 A 股 4164 家(截至 2021 年 1 月 25 日)上市公司 9.92%,机械设备行业上市公司总市值占 A 股总市值的 4.09%。

从营收上来看,2019 年 A 股机械类上市公司总营收为 12,882.40 亿元。根据国家统计局数据,2019 年通用设备制造业营收为 38,264.70 亿元,专用设备制造业营收为 29,473.30 亿元,铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业营收为 11,275.30 亿元,仪器仪表制造业营收为 7,242.60 亿元,金属制品、机械和设备修理业营收为 1,336.10 亿元,总体营收为 87,592 亿元,按此计算,A 股机械设备类上市公司 2019 年营收占全部机械设备公司之比为 14.7%,较 2018 年的 12.6%保持上升趋势。

2018 年机械设备行业上市公司数量锐减:上市家数增 12 家,接近 2017 年四分之一。主要原因是受到 2018 年 A 股总体 IPO 过会率大幅降低的影响,整个 A 股 2018 年 IPO 共 103 家,不及 2017 年 438 家的四分之一。但随着科创版的推出,2019、2020 年累计上市的机械企业分别为 31、61 家,主要均为专用设备领域的企业。我们认为,产业升级与自主循环是我国未来

的核心主线，而高端制造作为其基础的硬件将更受到资本市场的青睐。未来高端制造业的上市企业将继续保持快速增长趋势，成为机械行业的未来主导者。

图 15: 机械设备行业上市公司年新增数量

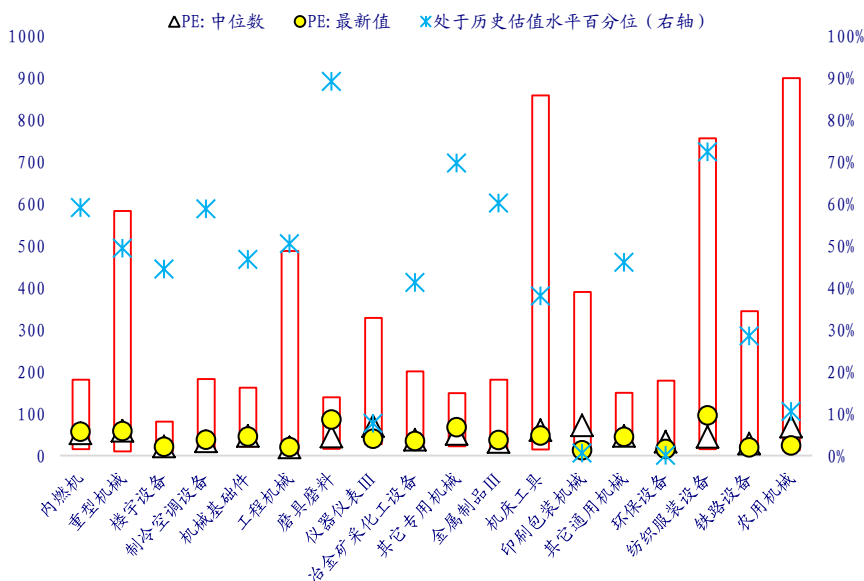


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理, 截至 2021 年 1 月 25 日

(二) 机械设备板块估值处于历史中等位置, 各板块分化

机械设备板块市盈率总体已逐步处于中等偏上位置。细分行业方面, 磨具磨料、纺织服装设备、内燃机、金属制品、其他专用机械市盈率目前相对较高, 农用机械、仪器仪表、环保以及包装印刷机械市盈率仍处于历史较低位置, 纺织服装估值呈一定修复。

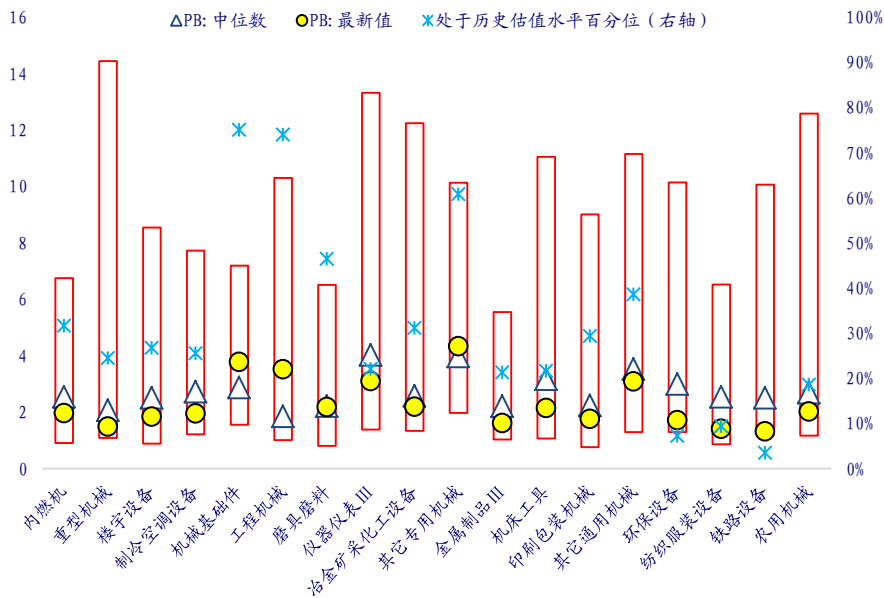
图 16: 机械设备子行业市盈率水平



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理, 截至 2021 年 2 月 1 日

机械设备板块市净率总体处于历史较低位置，但整体呈修复态势。细分行业方面，目前，磨具磨料、机械基础件、工程机械、其他专用机械等子板块市净率已高于历史中枢，环保设备、纺织服装设备、制冷空调设备、铁路设备等板块市净率仍处于历史低位水平。

图 17: 机械设备子行业市净率水平



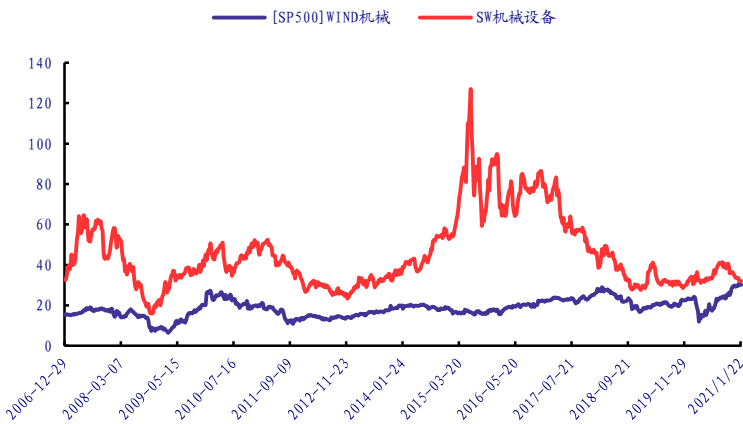
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理, 截至 2021 年 2 月 1 日

(三) 国际估值比较: 美股估值继续回升

为了数据可比性，我们选取全球行业分类系统(GICS)中的机械行业 (Machinery) 对中美行业估值进行比较，其细分子行业主要包括工程机械、重型机械、建筑机械、农用机械等。

目前机械行业中国 PE 估值为 32.02，高于美股的 30.18。美国 PE 估值此前比较平稳，但受到疫情影响流动性从 3 月出现下跌，7 月以来整体估值中枢上移，9-12 月则维持相对稳定。中国机械设备 PE 波动幅度较大，但由于流动性政策与经济复苏的预期之下，9-12 月保持继续提升趋势，但仍在相对低位。

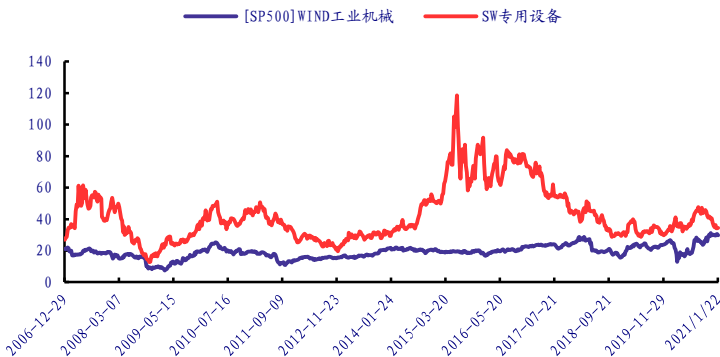
图 18: 机械行业 PE (TTM, 中值) 估值的国际比较



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理, 截至 2021 年 1 月 26 日

机械行业中国 PB 估值不同时期可能高于或低于美国, 从 2017 年下半年以来中国机械 PB 估值始终低于美国, 主要原因可能是在此期间中国股市走势偏弱, 而美股同期走势较为强势。但 3 月美股的 PB 出现大幅度下跌, 市场 PB 中值已与 A 股接近。但随着美股的反弹, PB 中枢持续上移, 已接近此前的高位。A 股自 3 月以来, 机械板块 PB 呈现稳步上升趋势。

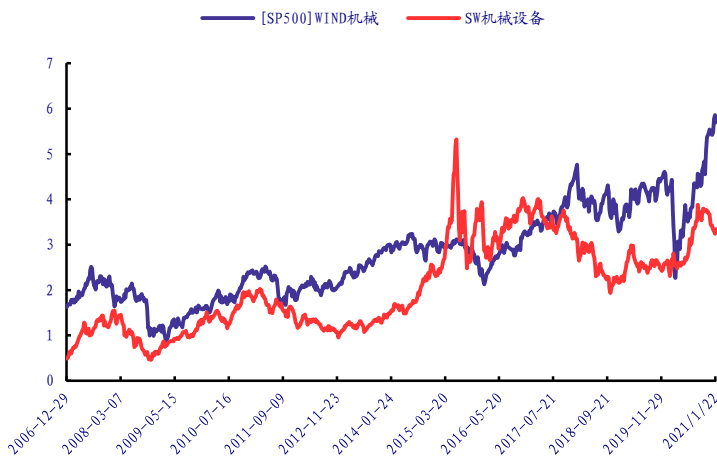
图 19: 机械行业 PB (中值) 估值的国际比较



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理, 截至 2021 年 1 月 26 日

工业机械 (专用设备) 子板块中国 PE 估值绝大多数时间高于美国。美国 PE 估值长期看比较平稳, 3 月份受疫情扰动短期下滑, 7 月份以来反弹趋势明显。中国 PE 波动幅度很大, 尤其 2015-2018 年期间, 中国机械行业专用设备板块 PE 估值大幅度上升; 2018 年以后, 中国专用设备板块 PE 逐步回落至正常水平。随着高端智能制造成为目前发展重点, 板块 PE 继续逐步抬升, 目前专用设备板块的估值已达 34.49, 处于 2007 年以来的 38.3%分位。

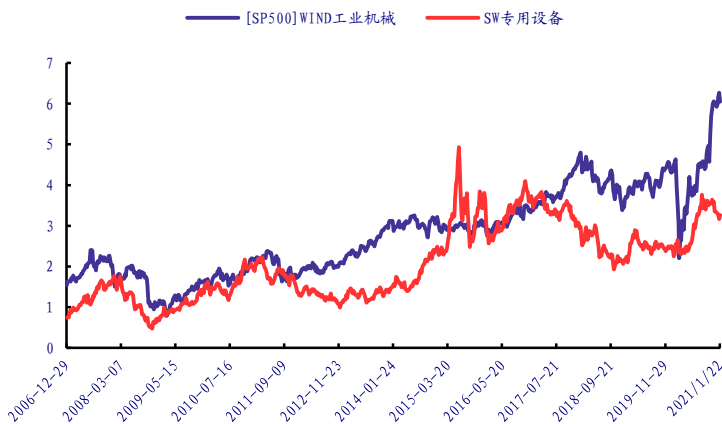
图 20: 工业机械子板块 PE 估值的国际比较



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理, 截至 2021 年 1 月 26 日

机械行业专用设备子板块中国 PB 估值走势与 PE 大体相似, 只是 2015 年升高幅度小于 PE 幅度, 但趋势保持相同; 2020 年由于专用设备板块景气度提升, 企业盈利状况进一步优化, PB 保持快速上行, 目前板块 PB 为 3.26, 位于 2007 年以来 85.8%分位。

图 21: 工业机械子板块 PB 估值的国际比较

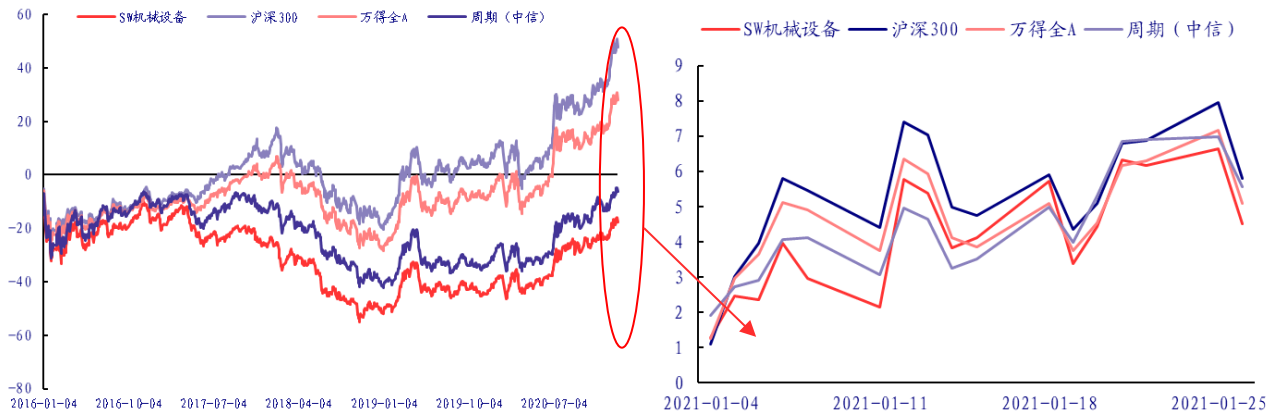


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理, 截至 2021 年 1 月 26 日

(四) 年初以来机械板块弱于沪深 300, 农用机械与专用设备表现优异

年初至今机械设备板块上涨 4.51%, 同期万得全 A 涨幅 5.08%, 沪深 300 上涨 5.79%, 中信周期指数上涨 5.55%。从长期看, 2016 年至今机械设备板块表现仍弱于大盘。

图 22: 机械设备板块 2021 年市场表现



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理, 截至 2021 年 1 月 26 日

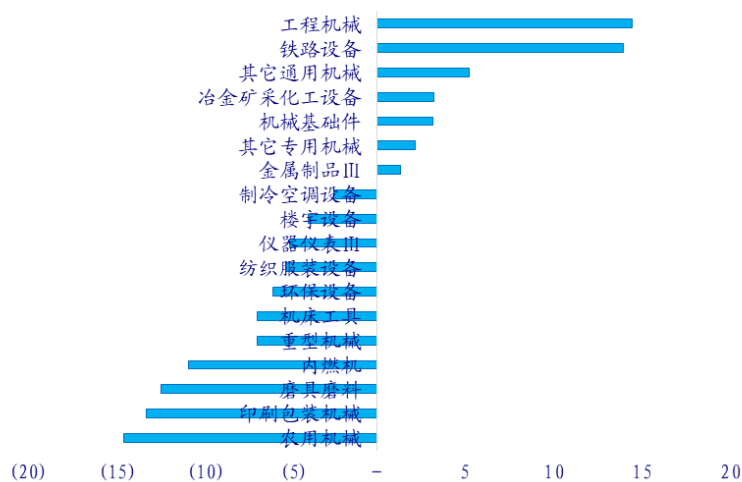
2021 年至今, 机械行业中工程机械、铁路设备、机械基础件、其他专/通用机械、金属制品表现较好, 依然保持较为强势的: 工程机械、铁路设备在 1 月出现明显的上涨。

由于具备成长属性的锂电设备、光伏设备、半导体设备等均迎来行业的重要节点, 行业景气度向上, 专用设备板块估值在 5 月出现回升, 6 月表现强劲, 7-12 月保持上升趋势。工程机械则在稳基建的预期之下, 工程机械出货量保持高景气度, 尽管近期预期有所弱化, 但在挖机效率高增长的驱动下预计将继续保持强势, 预计未来仍将保持在较好的增长态势。

农机方面, 由于市场饱和, 行业自 2015 年持续下滑, 年产量从 2015 年的 68.8 万台将至 2019 年的 27.8 万台。2020 年 1-11 月大中型拖拉机产量累计达 30.79 万台, 同比增长 20.32%, 处于近年来的增长高位。在行业呈底部回升状态的背景下, 部分农机企业如一拖股份的盈利出现大幅增长 (2020H1 净利润同比增长 3177%), 并进一步带动板块估值中枢上行。

年初至今板块下跌的包括印刷包装机械和服装设备, 主要还是受景气度影响所致。

图 23: 机械设备子行业 2021 年市场表现 (涨跌幅)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理, 截至 2021 年 1 月 26 日

五、投资建议：坚定看好国内大循环下的国产智能制造的发展

从目前来看，房地产、基建投资的强势反弹带动二季度国内经济复苏企稳，制造业投资相对较缓。在稳投资、稳增长的指引下，我们预计整体固定资产投资增速继续保持稳中有升的趋势。但与此同时，我们也关注到由于地产市场的快速升温，深圳、杭州等城市已经加强了政策调控，在“房住不炒”这一大方向的指引下，我们预计未来地产投资增速将趋稳，维持在一定的增速。制造业投资主要受到企业盈利与融资的影响，在内需逐步释放的背景下，我们预计未来也将有望逐步转正；固定投资有望继续增长，成为 2021 年经济增长的核心动力。

2020 年 7 月 30 日，中央政治局召开会议，会议指出当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。我们认为，由于疫情对全球经济运行与发展带来较大冲击，国际需求受到影响。与此同时，疫情也加大了国际政治的矛盾，地缘政治风险升温。在复杂多变的环境下，“国内大循环为主体”将会是成为我国未来发展的重要主线。为实现这一发展目标，供给端的产业基础再造和产业链提升工程将是未来的发展重点，**产业链的现代化（高端制造）将会是内循环的发展重要基础**。同时，会议继续强调要坚持深化改革开放，推动经济高质量发展。

我们认为，国内高端制造业的发展正当时，一方面是部分新兴产业（如光伏、锂电、3C 等）中我国企业已经成为全球核心龙头，具备产品与市场地位的双重优势，受益于未来全球市场的进一步成长；另一方面，部分相对薄弱的产业（如半导体、工控自动化）则受到了较强的政策支持，具有较强的发展后劲。回顾 2020 年，我们看到高技术制造业投资呈强势的复苏，1-12 月累计投资完成额同比增长 11.5%，明显快于整体制造业的-2.2%。**因此，我们坚定看好在以国内大循环的主体这一中长期战略下，国内高端制造行业的长期空间。**

1) 工程机械：根据 2020 年 1-12 月纳入统计的 25 家主机制造企业，共计销售各类挖掘机产品 327605 台，同比涨幅 39.0%；12 月当月挖掘机销量为 31530 台，同比增长 56.4%。其中，大中小挖销量同比均保持强劲的增长势头——小挖（<18.5t）销量 16351 台，同比涨幅 42.0%；中挖（18.5-28.5t）销量 7451 台，同比涨幅 120.5%；大挖（≥28.5t）销量 3517 台，同比涨幅 50.2%。根据政府工作报告的安排，2020 年拟下放地方政府专项债券 3.75 万亿元，截至 12 月 31 日已发行的专项债规模为 4.14 万亿元。在稳投资、稳增长的目标下，考虑到地产可能面临微型调控，预计未来基建将继续发力，成为核心的增长动能。**在基建托底下，我们预计工程机械板块未来仍将保持较高景气度，国产中高端产品竞争力逐步提升，行业龙头份额稳步增长。我们继续看好行业龙头三一重工（600031.SH）及核心零部件供应商恒立液压（601100.SH）和艾迪精密（603638.SH）。**

2) 工业机器人：中国工业机器人产量增速数据从 2019 年底由负转正，结束了长达一年多的负增长。由于下游需求逐步回暖，制造业整体环境有所改善，工业机器人产量增速呈 V 型走势，我们认为工业机器人行业复苏趋势有望持续，2021 年产量有望持续回升。

总结来看，工业机器人的驱动力与人口结构改变、用劳成本增加等自然驱动力，以及下游产业应用推动紧密相关。我国在工业快速发展的同时，也面临着人口结构的变化，2010 年我国 65 岁以上人口占比已达 8.07%，老龄化问题逐步凸显，制造业劳动成本也逐年提升，因此

工业机器人密度从 2011 年 10 台/万名工人提高至 140 台/万名工人（2018 年）。并且长期来看，其下游产业的升级和发展潜力巨大，有望在未来迎来更大的发展空间，我们认为国内工业机器人行业仍处于高速增长阶段，工业机器人密度长期有望向韩国靠拢（774 台/万名工人，2018 年数据），追平日本的工业机器人密度指日可待（327 台/万名工人）。

短期来看，中国工业机器人产量增速虽然经历了近一年多的负增长，但在 2019 年底出现拐点，增速由负转正，并连续 11 个月同比增速为正。基于以上原因，同时考虑到制造业整体环境有所改善，我们认为工业机器人行业复苏趋势有望持续，2021 年产量有望持续回升并保持较高增速水平。我们认为具备核心技术、不断拓展下游市场应用的公司有望脱颖而出，公司配置方面，我们推荐埃斯顿（002747.SZ）和机器人（300024.SZ），关注拓斯达（300607.SZ）。

3) 轨交设备:

2020 年 1-12 月，全国铁路固定资产投资达 7819 亿元，较去年同期下降 2.61%。由于疫情影响项目开工，Q1 完成总额仅 799 亿元，国铁集团在 Q2 加大施工力度，调整投资计划，完成投资 2459 亿元，同比增长 11.4%，Q3 完成投资 2272 亿元，Q4 完成投资 2289 亿元，我们预计未来地铁投资作为重要的基建部分，将继续保持在较强的投资规模，项目建设进度有望加速，重点项目有望按照预期开通，拉动轨交设备的需求。地铁方面，发改委上半年共批复 4 个城市轨道交通重大项目，包含深圳、合肥、徐州及厦门城市轨道交通建设规划，投资总额达 2306.17 亿元。在地方转向债的支撑下，我们预计未来 2021 年铁路投资将继续保持高强度，通车里程维持快速增长。我们推荐交控设备的龙头中国通号（688009.SH）。

未来各板块主要的风险有：

（1）工程机械受房地产投资、基建投资、环保要求等影响较大，若今年基建投资及房地产开发低于预期，工程机械销量可能无法继续保持快速增长趋势；

（2）工业机器人受宏观经济及工业投资影响较大，若宏观经济下行、居民购买力下降、汽车及消费电子等下游行业投资减少，工业机器人销量将下滑，相关公司表现可能低于预期。

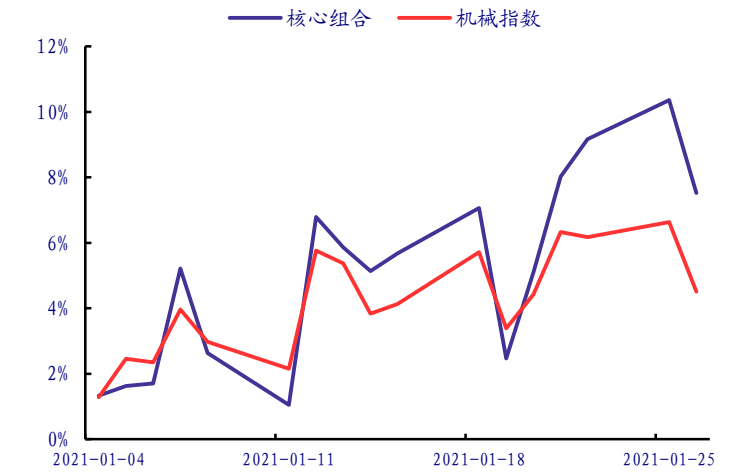
（3）受海外疫情影响下游需求，市场对于各专业设备的订单落地具有一些担忧。

表 6: 核心推荐组合本月及累计表现

	代码	公司	本月涨幅	累计涨幅
核心组合	600031	三一重工	18.55%	18.55%
	300450	先导智能	14.89%	14.89%
	688009	中国通号	0.00%	0.00%
	300724	捷佳伟创	-4.77%	-4.77%
	300751	迈为股份	-20.24%	-20.24%
	601100	恒立液压	8.12%	8.12%
机械指数年初至今	801890		4.51%	4.51%
沪深 300 年初至今	399300		5.79%	5.79%

资料来源：WIND，中国银河证券研究院整理，截至 2021 年 1 月 26 日

图 24: 核心组合 2021 年至今表现



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理, 截至 2021 年 1 月 26 日

六、风险提示

基建与新能源政策支持力度低于预期, 国际油价大幅下滑等。

图 目 录

图 1: 机械设备行业包括通用设备、专用设备、仪器仪表及运输设备等	3
图 2: 固定资产投资完成额累计同比情况	4
图 3: 基建投资完成额累计同比情况	5
图 4: 房地产投资完成额累计同比情况	5
图 5: 制造业投资完成额累计同比情况	6
图 6: PMI	6
图 7: 近年月度机械及运输设备出口额情况	8
图 8: 机械设备行业增加值增速	9
图 9: 机械设备行业营收增速和利润增速	10
图 10: 2018 年中国出口美国产品中占比最大的为电子产品	10
图 11: 机械主要子行业的产业发展阶段	12
图 12: 全球智能制造发展指数综合评价结果	14
图 13: 中国受访企业智能制造利润贡献率	15
图 14: 我国制造企业数字化建设调研结果	15
图 15: 机械设备行业上市公司年新增数量	20
图 16: 机械设备子行业市盈率水平	20
图 17: 机械设备子行业市净率水平	21
图 18: 机械行业 PE (TTM, 中值) 估值的国际比较	22
图 19: 机械行业 PB (中值) 估值的国际比较	22
图 20: 工业机械子板块 PE 估值的国际比较	23
图 21: 工业机械子板块 PB 估值的国际比较	23
图 22: 机械设备板块 2021 年市场表现	24
图 23: 机械设备子行业 2021 年市场表现 (涨跌幅)	24
图 24: 核心组合 2021 年至今表现	27

表 目 录

表 1: 高端装备、智能制造发展相关政策	7
表 2: 机械设备行业细分子行业景气度	11
表 3: 各国智能制造发展战略	13
表 4: 国外机器人“四大家族”与国内机器人龙头企业 2019 年财务数据比较 (历史汇率)	16
表 5: 机械设备行业主要细分子行业竞争结构	16
表 6: 核心推荐组合本月及累计表现	26

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良 机械军工行业组组长

证券从业近8年。清华大学 MBA，2015年加入银河证券。曾获2019年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015年新财富军工团队第四名等荣誉。

范想想 机械行业分析师

日本法政大学工学硕士，哈尔滨工业大学工学学士，2018年加入银河证券研究院。曾获奖项包括日本第14届机器人大赛团体第一名，FPM学术会议 Best Paper Award。曾为新财富机械军工团队成员。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京西城区金融大街35号国际企业大厦C座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn