

## 强于大市

## 机械设备行业 2025 年度策略

内需拨云见日，出海厚积薄发

2024 年以来，机械设备行业各下游需求和投资强度整体承压，未来国内市场在稳地产、财政、大规模设备更新等一系列政策的推动下，内需有望托底回升，海外需求在降息、补库的刺激下，不改长期向好趋势，建议关注工程机械、风电设备、通用设备及出口链的机会，维持行业强于大市评级。

## 支撑评级的要点

- **工程机械：内外需共振，新一轮周期有望开启。**根据中国工程机械工业协会发布数据，2024 年 1-10 月份挖掘机销量 164,172 台，同比增长 0.47%，其中国内 82,211 台，同比增长 9.80%，出口 81,961 台，同比下降 7.41%。挖掘机的国内和海外单月销量分别自 2024 年 3 月份和 8 月份实现同比增速转正以来，至今月销量增速仍均维持正增长，呈现出明显的复苏迹象。展望明年，国内市场在稳地产、地方化债、老旧设备更新替代等一揽子政策的支撑下，叠加国内前几年连续下滑后的低基数，明年挖机销量有望持续改善；海外市场方面，随着美联储启动降息，全球进入宽松周期，投资端有望恢复，从而带动设备销量的上行。因此在国内和海外的需求共振下，工程机械行业有望开启新一轮的向上周期。
- **风电设备：国内海风持续推进，海风+海外共振助力成长。**随着阻碍风电项目进程的各个因素的逐步缓解，装机容量开始有序释放，2024 年 1-10 月国内风电新增并网容量 45.80GW，同比增加 22.76%。从量上来看，根据金风科技官网的数据，2024 年前三季度全国风电公开招标容量达到 119.1GW，同比增长 93.0%，招标量创历史新高，为后续装机提供有力支撑，并且时间上已经来到“十四五”的最后阶段，按照各省市的规划仍有较大装机未完成，未来两年或迎小幅“抢装”；从利上来看，整机厂商达成遏制内卷共识，国电投优化风机评标规则，风机投标价格企稳回升回归理性，产业链的盈利能力有望改善。此外，海外市场也有望进入新一轮发展周期，国产风电零部件海外订单显著提速提供盈利弹性。
- **通用设备：政策发力推动内需恢复，静待顺周期复苏。**2024 年下半年以来，我国制造业固定资产投资增速企稳，11 月份制造业 PMI 重回荣枯线以上，需求端展现弱复苏态势，从库存周期的情况来看，已经呈现出主动补库的迹象。随着国家各部门出台一系列逆周期调节政策，涉及货币、财政、大规模设备更新、房地产高质量发展、政府化债等各个方面，我们认为在这些增量政策的刺激下，内需有望托底回升，从而带动顺周期板块景气度向上。在产业升级、自主可控和出口替代的大背景下，机床、工控、工业机器人等高端制造领域将迎发展机遇。
- **出口链：欧美补库+亚非拉投资需求旺盛，短期扰动不改长期向好趋势。**由于受到高利率的压制，全球整体投资和消费需求偏弱，分地区来看，欧美市场是主要的拖累的地区，亚非拉等国家需求明显要高于欧美。未来，欧美市场，随着 2024 年下半年开始进入降息周期，叠加开启补库，欧美市场需求有望开启上升通道；亚非拉等新兴市场国家，近年来制造业景气度较高，在海外制造业转移、基建投资旺盛、城镇化率稳步提升等影响下，未来出口潜力仍然较大。尽管短期地缘政治和关税政策等对我国出口会有所扰动，但一方面亚非拉天然与美国加关税关联不大，另一方面欧美需求复苏抵消部分扰动，因此不改长期向好趋势。
- **并购重组：政策逐步放松，建议关注潜在并购重组机会。**进入 2024 年以来，包括“新国九条”、“科创八条”及“并购六条”在内的多项政策均有着重强调并购重组，彰显出明显的政策宽松与推动并购重组高质量发展的导向，在政策的影响下，今年重大重组数量和金额都有了明显的提升。自上而下结合政策导向，未来并购重组或将主要聚焦于“新质生产力”和“产业转型升级”，其中机械设备行业作为新质生产力重要的组成方向之一，我们认为未来仍有望保持较高活跃度，建议关注相关的重组并购机会。

## 投资建议

- **工程机械：**在国内外需求的共振下，工程机械行业有望开启新一轮的向上周期，推荐山推股份，建议关注恒立液压、三一重工、中联重科、徐工机械、柳工等。
- **风电设备：**建议围绕“双海”主线，聚焦优质的海上风电塔筒/桩基及海缆等零部件上市公司，推荐海力风电、泰胜风能、大金重工、金雷股份，建议关注振江股份、天顺风能（电新组覆盖）、中天科技、起帆电缆、盘古智能等。
- **通用设备：**建议关注：1) 工控自动化：汇川技术、信捷电气、禾川科技、雷赛智能等；2) 注塑机：伊之密、海天国际；3) 机床：海天精工、纽威数控、华中数控、国盛智科、科德数控、亚威股份、浙海德曼、秦川机床等；4) 刀具：华锐精密、中钨高新、欧科亿；5) 工业机器人：埃斯顿、拓斯达等。
- **出口链：**1) 受益于欧美降息、补库的工业品和消费品环节，建议关注欧圣电气、捷昌驱动、巨星科技、泉峰控股、杭叉集团、浙江鼎力等；2) 受益于亚非拉旺盛需求的工程机械、纺织服装等环节，建议关注杰克股份、宏华数科等。

## 评级面临的主要风险

- 国内外经济复苏不及预期的风险；产业政策调整的风险；地缘政治和贸易战的风险；竞争加剧的风险；原材料价格波动的风险；技术快速迭代的风险。

## 相关研究报告

《机械设备行业 2024 年下半年展望》20240808

《3C 设备行业深度报告》20240326

《机械设备行业 2024 年度策略》20240111

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

机械设备

证券分析师：陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060002

证券分析师：曹鸿生

(8621)20328513

hongsheng.cao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523070002

## 目录

<b>工程机械：内外需共振，新一轮周期有望开启 .....</b>	<b>5</b>
挖掘机国内外均呈现复苏态势，装载机电动化趋势显著 .....	5
国内市场：下游基建需求稳健+存量以旧换新，国内挖机有望继续保持向上趋势 .....	6
海外市场：海外市场需求改善，亚非拉等新兴市场值得关注 .....	9
<b>风电设备：国内海风持续推进，海风+海外共振助力成长 .....</b>	<b>11</b>
国内风电装机稳步推进，“十四五”最后阶段或迎小幅“抢装” .....	11
风机投标价格企稳回升，产业链的盈利能力有望改善 .....	13
海外风电蓄势待发，零部件出海进程稳步推进 .....	14
<b>通用设备：政策发力推动内需恢复，静待顺周期复苏 .....</b>	<b>16</b>
逆周期调节政策力度不断加码，有望推动内需逐步恢复 .....	16
产业升级、自主可控和出口替代，高端制造迎来成长机遇 .....	18
<b>出口链：欧美补库+亚非拉需求旺盛，建议关注出海机遇 .....</b>	<b>21</b>
欧美进入降息周期，库存见底有望开启补库周期 .....	21
亚非拉制造业景气度较高，未来出口潜力较大 .....	24
<b>并购重组：政策逐步放松，建议关注潜在并购重组机会 .....</b>	<b>25</b>
<b>投资建议 .....</b>	<b>28</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>29</b>

图表目录

图表 1. 挖掘机销量情况 .....5

图表 2. 装载机销量情况 .....5

图表 3. 电动装载机渗透率快速提升 .....5

图表 4. 国内小松挖机开工小时数（单位：小时） .....6

图表 5. 房屋新开工面积累计同比情况 .....6

图表 6. 基建固定资产投资完成额累计同比情况 .....6

图表 7. 一揽子稳地产政策和地方化债政策落地 .....7

图表 8. 上海市国二非道机械更新补贴标准 .....8

图表 9. 全球工程机械市场情况 .....9

图表 10. 中国工程机械出口情况 .....9

图表 11. 2024 年 1-10 月中国工程机械对六大洲出口情况 .....10

图表 12. 2024 年 1-10 月工程机械出口地区占比情况 .....10

图表 13. 部分“一带一路”国家基建规划 .....10

图表 14. 我国风电新增装机情况 .....11

图表 15. 我国风电公开招标情况 .....11

图表 16. 国内部分海风项目进展情况 .....12

图表 17. 各省“十四五”规划风电新增装机目标（单位：GW） .....12

图表 18. 风机投标评标规则优化 .....13

图表 19. 我国风电公开招标均价情况（单位：元/kW） .....13

图表 20. 海外风电市场装机预测（单位：GW） .....14

图表 21. 中国各个风电零部件产能全球占比情况 .....14

图表 22. 风电零部件上市公司海外收入占比 .....15

图表 23. 我国制造业固定资产投资完成额情况 .....16

图表 24. 我国制造业 PMI 情况（单位：%） .....16

图表 25. 2000 年至今我国库存周期情况 .....16

图表 26. 我国工业企业利润和 PPI 增速情况 .....17

图表 27. 2024 年以来政策扶持力度不断加大 .....18

图表 28. 中国工业自动化产品国产化率情况 .....19

图表 29. 金属切削机床产量及增速情况 .....19

图表 30. 我国机床国产化率情况 .....19

图表 31. 我国刀具市场规模 .....20

图表 32. 我国刀具出口规模情况 .....20

图表 33. 工业机器人产量及增速情况 .....20

图表 34. 中国工业机器人国产化率稳步提升 .....20

图表 35. 受欧美拖累全球整体需求偏弱，亚非拉地区需求强劲（单位：%） .....21

图表 36. 美国和欧洲正式进入降息周期 .....21

图表 37. 美国房屋销量与房贷利率具有明显的负相关性.....	22
图表 38. 美国全社会库存见底回升（单位：%） .....	22
图表 39. 美国 PPI 情况（单位：%） .....	22
图表 40. 家得宝（HOME DEPOT）库存水平情况 .....	23
图表 41. 劳氏（LOWE'S）库存水平情况.....	23
图表 42. 欧元区库存变化情况.....	23
图表 43. 印度制造业工业生产指数处于历史相对高位.....	24
图表 44. 东南亚地区主要国家工业生产指数边际向好.....	24
图表 45. 非洲地区 GDP 稳步增长 .....	24
图表 46. 非洲地区城镇化率稳步提升.....	24
图表 47. 《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》具体内容.....	25
图表 48. 2010 年以来国内资本市场并购重组数量及金额情况.....	26
图表 49. 并购重组公司属性数量占比变化.....	26
图表 50. 并购重组公司属性金额占比变化.....	26
图表 51. 2010 年以来国内资本市场各个行业的并购重组数量情况（单位：件） ..	27

## 工程机械：内外需共振，新一轮周期有望开启

### 挖掘机国内外均呈现复苏态势，装载机电动化趋势显著

挖机10月国内外销量增速不断提高，均呈现明显复苏态势。根据中国工程机械工业协会发布数据，2024年10月挖掘机销量16,791台，同比增长15.10%，其中国内8,266台，同比增长21.60%；出口8,525台，同比增长9.46%；2024年1-10月共销售挖掘机164,172台，同比增长0.47%，其中国内82,211台，同比增长9.80%；出口81,961台，同比下降7.41%。挖掘机的国内和海外单月销量分别自2024年3月份和8月份实现增速转正以来，至今月销量增速仍均维持正增长，呈现出明显的复苏迹象。

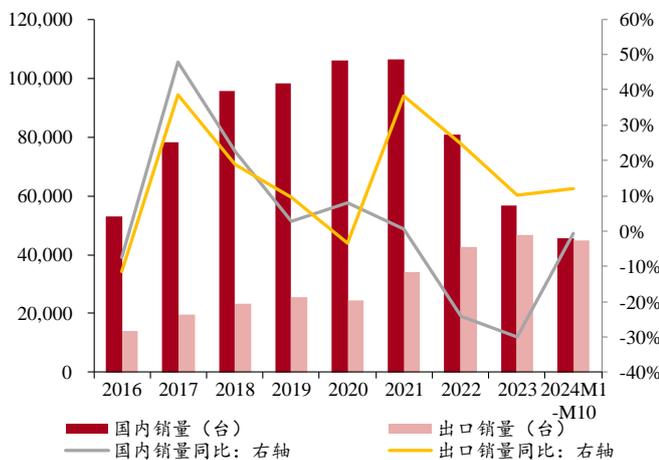
图表 1. 挖掘机销量情况



资料来源：工程机械工业协会，万得，中银证券

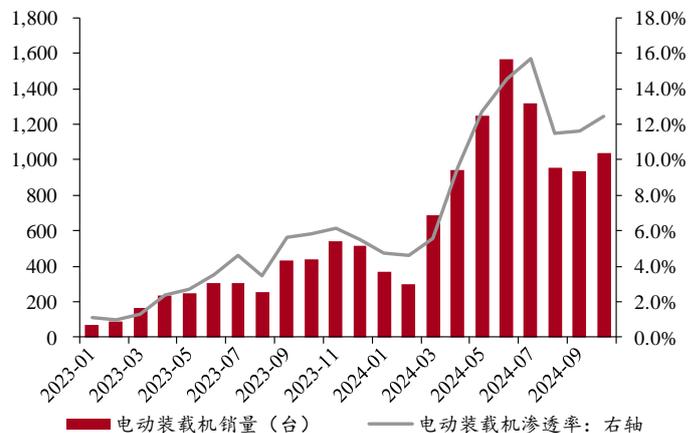
装载机出口亮眼，电动化趋势显著。根据中国工程机械工业协会发布数据，2024年10月各类装载机销量8,355台，同比增长11.10%，其中国内4,032台，同比下降7.08%；出口4,323台，同比增长36.00%；2024年1-10月共销售各类装载机90,153台，同比增长5.29%，其中国内45,442台，同比下降0.68%；出口44,711台，同比增长12.10%，出口量自2023年10月份以来始终保持增长态势，表现亮眼。此外，2024年10月份实现电动装载机销量1,038台，同比增长138.07%，渗透率12.42%，自2023年初至今，电动装载机的销量和渗透率均有大幅提升，电动化趋势显著。

图表 2. 装载机销量情况



资料来源：工程机械工业协会，万得，中银证券

图表 3. 电动装载机渗透率快速提升

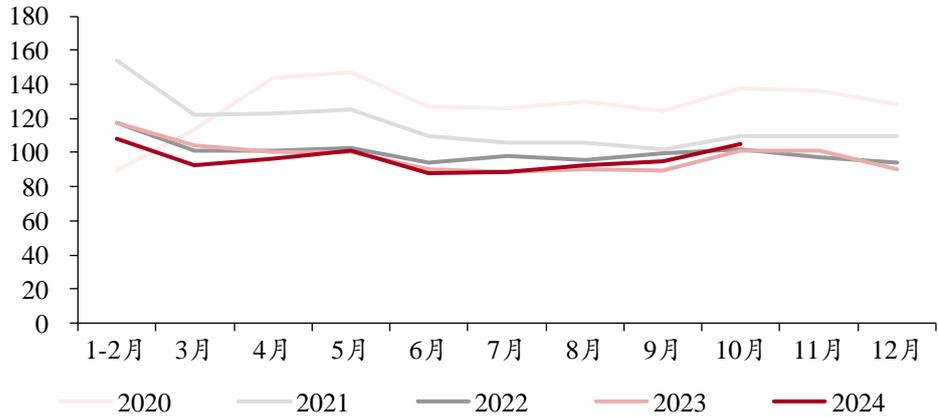


资料来源：工程机械工业协会，万得，中银证券

## 国内市场：下游基建需求稳健+存量以旧换新，国内挖机有望继续保持向上趋势

国内开工小时数走出低位，表明需求有所修复。根据今日工程机械微信公众号，2024年10月份中国工程机械市场指数即CMI为102.82，同比增长4.75%，环比增长2.88%，表明10月之后，国内大多数市场延续9月复苏态势，继续呈现不同程度的同比升温。另外，2024年10月中国小松挖掘机开工小时数为105.3小时，同比增长4.3%，已经连续三个月实现增长，表明终端需求的逐步修复。

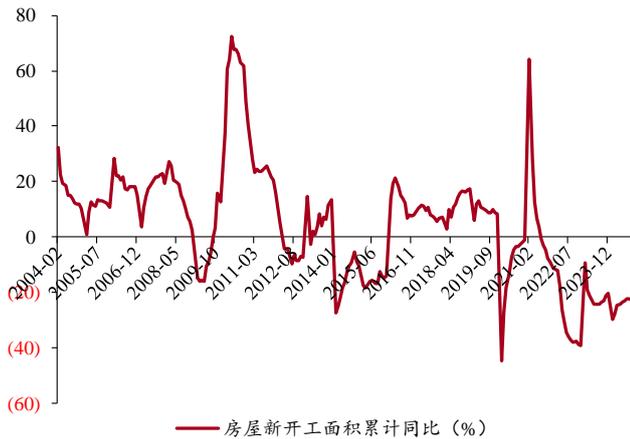
图表 4. 国内小松挖机开工小时数（单位：小时）



资料来源：小松官网，万得，中银证券

**地产新开工面积同比降幅收窄，基建投资维持稳健。**房地产和基建投资作为工程机械最主要的下游，其中基建投资作为对冲经济下行压力的重要手段之一，截至2024年10月，我国基建固定资产投资累计同比增加9.35%，增速保持稳健；房地产行业的调整仍在继续，自2021年起我国房屋新开工面积增速开始转负，截至2024年10月累计同比下降22.60%，虽然降幅较2022年末有所收窄，考虑到未来政策的整体方向仍是以稳定房地产市场为主，短期内房地产带动的工程机械需求仍会承压。

图表 5. 房屋新开工面积累计同比情况



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 基建固定资产投资完成额累计同比情况



资料来源：万得，中银证券

**一揽子地产政策落地，打出政策“组合拳”稳定地产发展。**9月央行、国家金融监管总局、证监会联合召开发布会，会上央行宣布降准、降息、调降存量房贷利率、降低二套房首付比例，将保障性住房再贷款中央行出资比例由60%提高至100%，将经营性物业贷款和“金融16条”延期到2026年底，研究出台盘活存量土地的增量政策等。10月住建部、财政部、自然资源部、央行、金监总局等五部委打出“四个取消、四个降低、两个增加”的“组合拳”，推动市场止跌回稳。11月13日，三部委联合公告，自2024年12月1日起实施房地产税收优惠政策：住房交易契税优惠力度加大，90平以上至140平住房税率降至1%，140平以上减至1.5%，北上广深适用二套房契税优惠；土地增值税预征率下限降0.5%。旨在支持居民住房需求，促进房地产行业平稳发展。

**基建投资依然是稳增长的重要抓手，地方化债后未来基建需求有望维持稳定。**2024年11月8日，十四届全国人大常委会披露“6+4+2”地方隐性化解方案，从2024年开始我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。再加上全国人大常委会批准的6万亿元债务限额，将直接增加地方化债资源10万亿元，同时明确2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。通过本次的地方化债，我们认为部分城投基建类不良风险有望缓释，资产质量有望改善，并将减少风险资本占用。

图表 7. 一揽子稳地产政策和地方化债政策落地

时间	机构	政策摘要	主要内容
9月24日	央行	降低存款准备金率和政策利率 降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例 保障性住房再贷款 两项金融政策延期	下调存款准备金率0.5个百分点，向金融市场提供长期流动性约1万亿元；在今年内将视市场流动性的状况，择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点；降低中央银行的政策利率，即7天期逆回购操作利率从目前的1.7%调降至1.5%，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。 引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在0.5个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的25%下调到15%。 此前创设的3000亿元保障性住房再贷款中的央行出资比例由60%提高至100%。 将经营性物业贷款和“金融16条”延期到2026年底。
9月26日	中共中央政治局	止跌回稳	对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。
10月17日	住建部	四个取消、四个降低、两个增加	四个取消：限购、限售、限价、普通住宅和非普通住宅标准。 四个降低：公积金利率、首付比例、存量利率、卖旧买新税费 两个增加：通过货币化安置房方式新增实施100万套城中村改造，年底前将“白名单”项目的信贷规模增加至4万亿。
11月8日	十四届全国人大常委会	地方隐性化解方案	从2024年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的6万亿元债务限额，直接增加地方化债资源10万亿元。同时明确，2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。
11月13日	财政部、税务总局、住建部	房地产税收优惠政策	住房交易契税优惠力度加大，90平以上至140平住房税率降至1%，140平以上减至1.5%，北上广深适用二套房契税优惠；土地增值税预征率下限降0.5%。

资料来源：中国人民银行官网，中国政府网，中国人大网，新华网，中银证券

政策推动大规模设备更新，催生工程机械行业的存量更新需求。2024年2月23日，习近平总书记在中央财经委员会第四次会议上强调，“加快产品更新换代是推动高质量发展的重要举措，要鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”。此后，《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》在2024年3月1日召开的国务院常务会议上审议通过。住房和城乡建设部快速响应，发布《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》，其中建筑施工设备按照《施工现场机械设备检查技术规范》(JGJ160)等要求，更新淘汰使用超过10年以上、高污染、能耗高、老化磨损严重、技术落后的建筑施工工程机械设备，包括挖掘、起重、装载、混凝土搅拌、升降机、推土机等设备(车辆)。2024年4月28日，上海发布了关于公开征求《上海市鼓励国二非道路移动机械更新补贴资金管理办法(征求意见稿)》意见的公告，涉及到挖掘机、起重机、推土机、装载机、压路机、摊铺机、平地机等工程机械。7月25日，国家发改委、财政部发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，明确由国家发改委牵头安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。未来5年，央企预计安排大规模设备更新改造总投资超3万亿元，有望加速工程机械设备存量更新改造需求释放节奏。未来在设备更新政策的推动下，老旧设备的更新替换或将提速。

图表 8. 上海市国二非道机械更新补贴标准

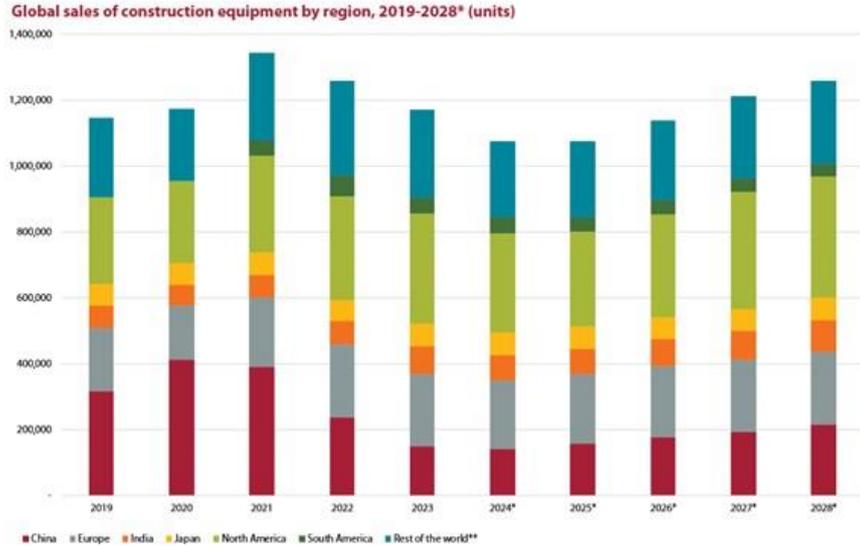
机械类型	机械分级	补贴金额 (万元)	参考特征参数 (燃油机械)	参考电池容量 (新能源)
叉车	小型	1.9	P<37kW	C>10kWh
	中型	2.6	37kW≤P<75kW	C>15kWh
	大型	13.8	75kW≤P<130kW	C>50kWh
	特大型	36	P>130kW	C>180kWh
挖掘机	微型	2	P<10kW	C>6kWh
	中小型	3.6	10kW≤P<40kW	C>20kWh
	大型	13.8	40kW≤P<100kW	C>100kWh
	特大型	36	P>100kW	C>400kWh 或拖电
装载机	小型	11	P<75kW	C>50kWh
	中型	15.6	375kW≤P<130kW	C>100kWh
	大型	23.4	P>130kW	C>200kWh
高空作业车	微型	1.2	P≤10kW	C>5kWh
	小型	8.1	P>10kW	C>15kWh
港作机械	轮胎起重机	60	P>130kW	C>300kWh
	空箱堆高机	60	P>130kW	C>300kWh
	集装箱正面吊	86.7	P>130kW	C>300kWh
机场地勤设备	飞机牵引车	30.3	P>70kW	C>130kWh
	行李传送车	10.8	P>37kW	C>50kWh
其他	小型	1.9	19kW≤P<37kW	C>10kWh
	中型	2.6	37kW≤P<75kW	C>15kWh
	大型	13.8	P>75kW	C>50kWh

资料来源：上海市生态环境局、市发展改革委、市财政局《上海市鼓励国二非道路移动机械更新补贴资金管理办法》，中银证券

## 海外市场：海外市场需求改善，亚非拉等新兴市场值得关注

全球工程机械 2024 年总体承压，北美及欧洲市场形成较大拖累。根据 Off-Highway 的预测，2024 年全球工程机械销量仍然呈现同比下滑趋势，其中北美、欧洲等市场下滑较多，主要是由于受到高利率和持续高通胀抑制消费者住房需求，基础设施建设放缓。另外，根据 Off-Highway 的预测全球工程机械销量预计 2025 年将有所改善。

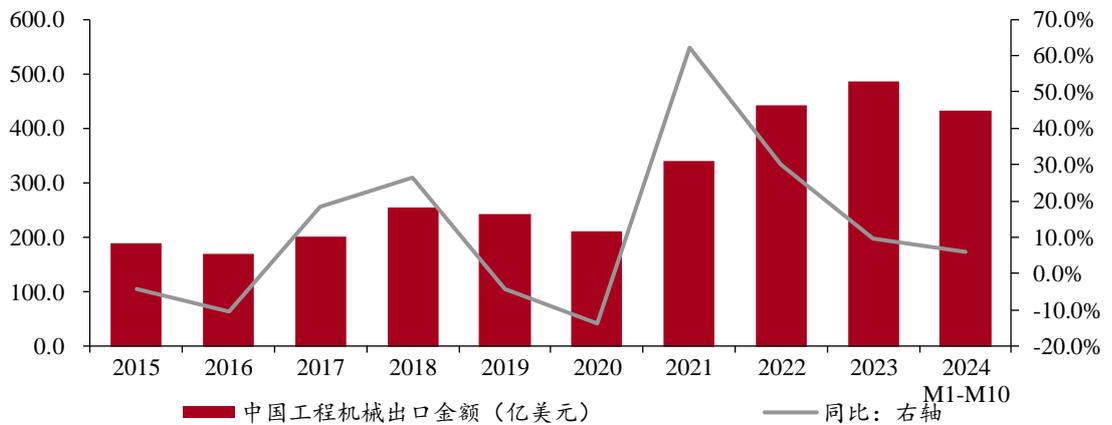
图表 9. 全球工程机械市场情况



资料来源：Off-highway Research，中银证券

中国工程机械出口依旧维持增长韧性，出口额持续增长。随着国内工程机械产品竞争力不断增强，我国工程机械出口额快速增长，由 2020 年的 209.69 亿美元上升到了 2023 年的 485.52 亿美元，尽管 2024 年全球工程机械大环境承压，我国挖掘机 1-10 月份累计出口数量同比有所下降，但是其他产品的出口仍保持较好的景气度，整体工程机械的出口额仍然保持了增长，2024 年 1-10 月我国工程机械出口金额为 433.14 亿美元，同比增长 6.12%。

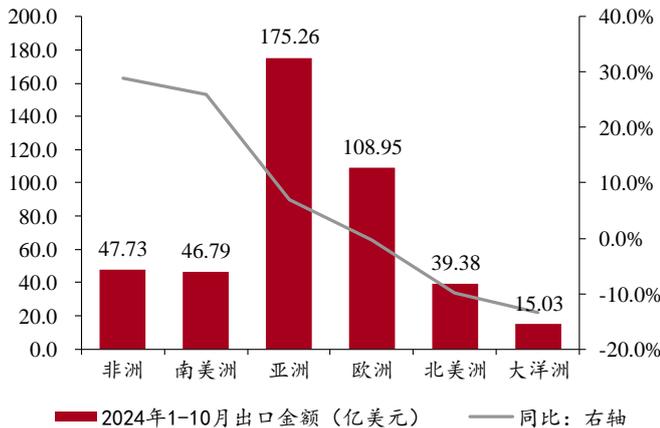
图表 10. 中国工程机械出口情况



资料来源：万得，中银证券

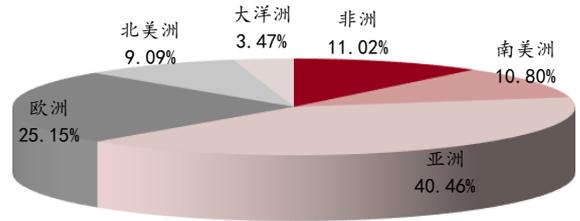
分区域来看，非洲、南美洲工程机械出口贡献主要增量。非洲和南美洲市场的工程机械出口金额同比增速较高，贡献了2024年1-10月份的主要增量，其中非洲1-10月份实现出口47.73亿美元，同比增长28.86%，南美洲实现出口46.79亿元，同比增长25.98%，亚洲市场出口金额同比微增，欧洲、北美洲、大洋洲市场出口金额同比下滑。从金额占比方面来看，亚洲和欧洲仍然是最主要的出口地区。

图表 11. 2024 年 1-10 月中国工程机械对六大洲出口情况



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 2024 年 1-10 月工程机械出口地区占比情况



资料来源：万得，中银证券

全球经济持续复苏，“一带一路”沿线国家基建投资需求旺盛。一方面，随着欧美市场进入降息周期，带动欧美、东南亚等市场的需求逐步复苏，经合组织最新预测的显示，2025年全球经济增速预计为3.3%；另一方面，自2023年以来，“一带一路”共建国家和相关国际组织逐步加大基础设施支持力度，国际承包商、金融机构及私人投资者的合作意愿不断增强，推动了基础设施发展的积极进程，“一带一路”沿线国家陆续出台了一系列支持重点项目建设的政策规划。因此，随着东南亚市场持续复苏、欧美市场降幅收窄、“一带一路”等新兴市场保持高增长，我们认为25年工程机械海外需求有望进一步好转。

图表 13. 部分“一带一路”国家基建规划

国家	基建规划
沙特阿拉伯	《2030 愿景计划》展示了 NEOM, RED SEA 等巨型建设项目，同时设立了价值 2000 亿沙里亚尔的国家基础设施基金用于投资基建建设。仲量联行的 2024 年第一季度报告显示，沙特阿拉伯筹备和建设中的建筑项目价值高达 1.5 万亿美元。
印度尼西亚	印度尼西亚计划到 2030 年建设 4,479 公里的收费公路，新的收费公路项目将在爪哇、苏门答腊、加里曼丹、苏拉威西岛、巴厘岛和努沙登加拉实施。《2020-2024 年国家中期发展计划》计划新建 21 个机场，升级 175 个机场，并修建多座电站与海上高速公路，国家基础设施资产价值到 2024 年将增至 GDP 的 49.4%。
越南	《面向 2050 年公路网络规划》中筹备 2030 年前建成全新的高速公路网，规划总长度超过 5000 公里，公路网络总投资约 900 万亿越南盾。2021-2030 年铁路网规划和 2050 年愿景中设想在全国建设 9 条新线路，总长度为 2,632 公里，还包括升级七条现有铁路线的计划。
马来西亚	《第十二个马来西亚计划》计划加强公路和铁路网络建设。《2019-2030 年国家交通政策》提出要把马来西亚打造成区域物流中心，发展交通领域持续能力，通过加快发展陆路、铁路、航空和航运领域，推动马来西亚物流业发展。

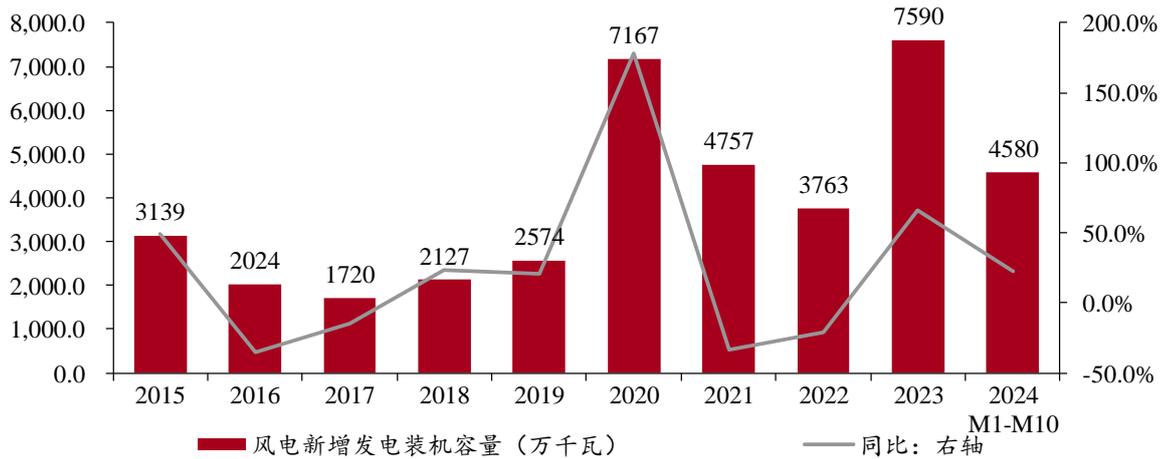
资料来源：各国政府官网，中银证券

## 风电设备：国内海风持续推进，海风+海外共振助力成长

国内风电装机稳步推进，“十四五”最后阶段或迎小幅“抢装”

装机需求逐步释放，2024年风电并网容量稳步增长。2023年下半年开始，随着阻碍风电项目进程的各个因素的逐步缓解，风电装机需求稳步释放，根据国家能源局的数据，2024年1-10月国内风电新增并网容量45.80GW，同比增加22.76%，新增并网容量稳步增长。

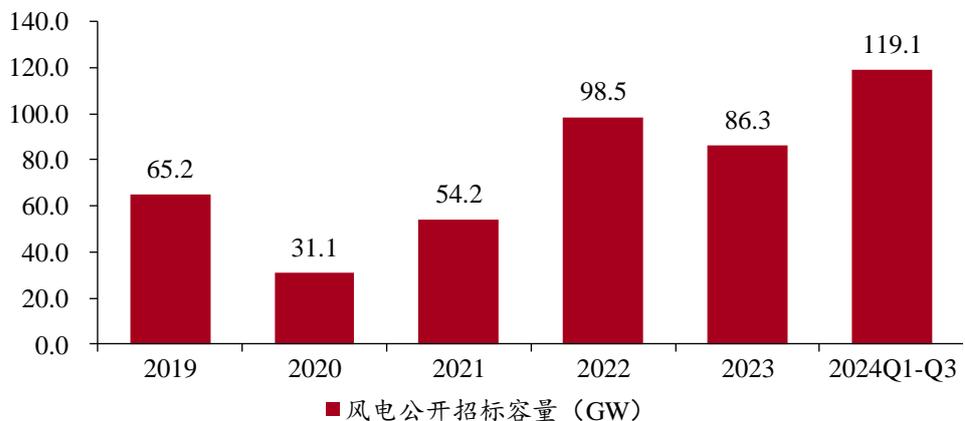
图表 14. 我国风电新增装机情况



资料来源：国家能源局，中银证券

2024年招标量创历史新高，为后续装机提供有力支撑。根据金风科技业绩演示材料的数据显示，2024年前三季度全国风电公开招标容量达到119.1GW，同比增长93.0%，并且已经超过去年全年的招标容量创历史新高。若按照市场分类来看，陆上风电111.5GW，主要来自于西北及华北地区大量基地项目的招标；海上风电7.6GW，主要来自于广东及山东海上风电项目的招标。高景气的招标数量，有望为未来1-2年的装机提供有力的支撑。

图表 15. 我国风电公开招标情况



资料来源：金风科技官网，中银证券

国内海风稳步推进，海上风电有望边际变化打开成长空间。前期国内的海风项目受到国管省管海域审批责任划分不明确，以及军事、航道审批等问题的影响，导致 23 年以来海风整体建设进展缓慢，呈现出整体装机量与高招标量不符的结果。但是进入 2024 年以来，国内各个沿海省份的海风项目均有序推进，尤其是备受关注的江苏、广东项目的招标陆续落地，为国内的海风发展释放了积极的信号，我们预计随着阻碍因素的逐步解决，搁置的海风项目有望陆续开工建设，海风装机需求有望逐步释放。

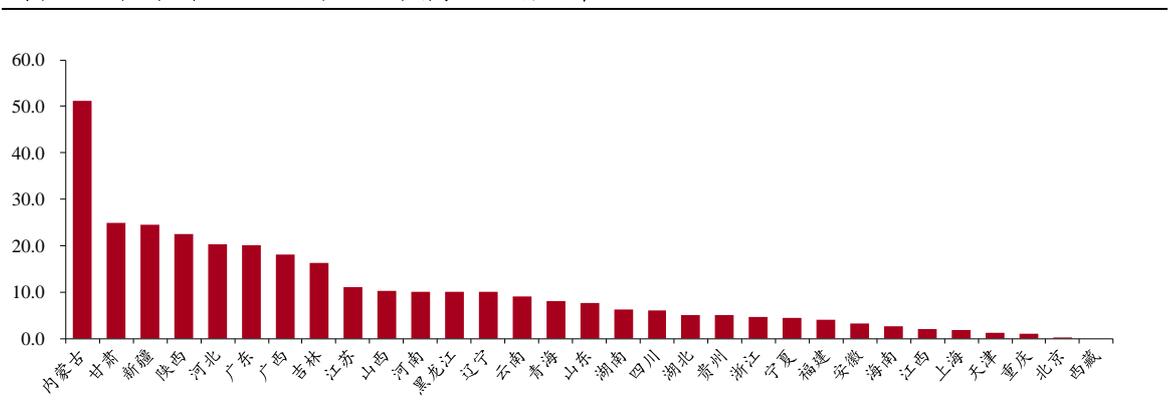
图表 16. 国内部分海风项目进展情况

省份	项目名称	最新进展
广东省	阳江青洲五、七海上风电项目	2024 年 11 月 22 日，东方电缆发布公告，确认中标中能建广东院三峡阳江青洲五、七±500kV 直流海底电缆 EPC 项目，中标金额约 15.14 亿元。
	阳江帆石一海上风电项目	2024 年 11 月 22 日，东方电缆发布公告，确认中标中广核阳江帆石一三芯 500kV 海底电缆 EPC 项目，中标金额约 17.08 亿元。
	阳江帆石二海上风电项目	2024 年 10 月 25 日，中广核阳江帆石二海上风电场 EPC 总承包项目中标候选人公示，中国能源建设集团广东省电力设计研究院有限公司预中标，投标报价 94.37 亿元。
江苏省	国能龙源射阳 100 万千瓦海上风电项目	2024 年 7 月 8 日，江苏省盐城市生态环境局发布关于《国能龙源射阳 100 万千瓦海上风电项目环境影响报告书》的批复。
	三峡能源江苏大丰 800MW 海上风电项目	2024 年 7 月 9 日，江苏省盐城市生态环境局发布关于《三峡能源江苏大丰 800MW 海上风电项目环境影响报告书》的批复。
	江苏国信大丰 85 万千瓦海上风电项目	10 月 16 日，江苏国信大丰 85 万千瓦海上风电项目发布三个重新招标公告，分别为海上升压站上部组块建造、装船和运输（标段 I）、海上升压站上部组块建造、装船和运输（标段 II）和电气二次设备招标（重新招标），其中前两份公告显示该项目计划开工日期为 2024 年 11 月 15 日，交付日期为 2025 年 5 月 30 日。
福建省	/	11 月 15 日，福建省发展和改革委员会发布福建省 2024 年海上风电市场化竞争配置公告，公告显示本次竞配包含 5 个场址，共 240 万千瓦。

资料来源：东方电缆公告，北极星风力发电网，ChinaOffshoreWind，海上风电观察，中银证券

“十四五”最后阶段，按照规划仍有较大装机任务未完成，未来两年或迎小幅“抢装”。根据各个省份、直辖市和自治区正式下发的“十四五”能源发展规划来看，明确标注有 2025 年之前的风电新增装机目标的合计超过 320GW。但是 2021 年至 2024 年 10 月底，全国风电共计新增并网 206.90GW，距离总体规划的容量仍有较大的差距。因此，不论从招标量还是规划量来看，未来两年都有望迎来小幅“抢装”。

图表 17. 各省“十四五”规划风电新增装机目标（单位：GW）



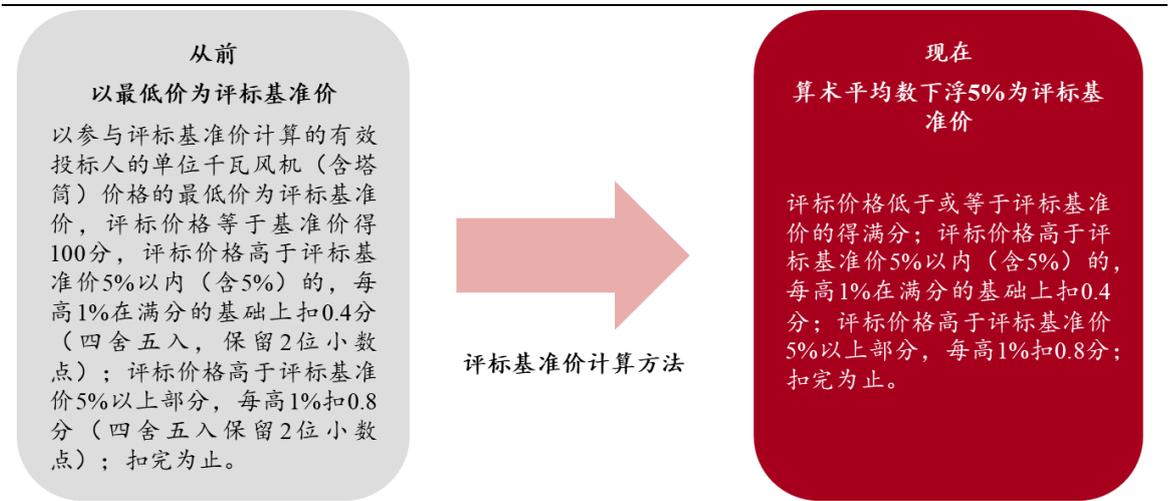
资料来源：各省发改委官网，中银证券

注：部分省份发布的政策目标为新能源总装机目标，并未区分风电与光伏，按照风光各占 50% 来计算

## 风机投标价格企稳回升，产业链的盈利能力有望改善

整机厂商达成遏制内卷共识，国电投优化风机评标规则，风机价格竞争有望回归理性。过去两年，由于风机价格战愈演愈烈，导致风机价格不断下行，产业链盈利能力不断承压。在2024年10月16日举行的北京国际风能大会暨展览会（CWP2024）开幕式上，12家风电公司签署了《中国风电行业维护市场公平竞争环境自律公约》，并成立公约执行管理委员会和纪律监督委员会，自律公约将重点解决低价恶性竞争、对竞争对手的恶意诋毁、明显有失公平的合同条款等问题。随后在11月23日，根据北极星风力发电网微信公众号的消息，国家电投集团2024年第二批陆上风力发电机组规模化采购项目正式开标，值得注意的是，国家电投集团在本次招标采购中，对评标基准价计算方法进行了修改，不再以最低价为评标基准价，而是以有效投标人评标价格的算术平均数再下浮5%作为评标基准价，这项规则的优化，使得最低报价不一定中标，从最终的中标结果来看，参与竞争的整机商企业报价均高于历史水平。随着此次自律公约的签订以及评标规则的优化，有望扭转风机恶性价格竞争的形势，从而使风机价格竞争回归理性，有利于风电行业的健康持续发展。

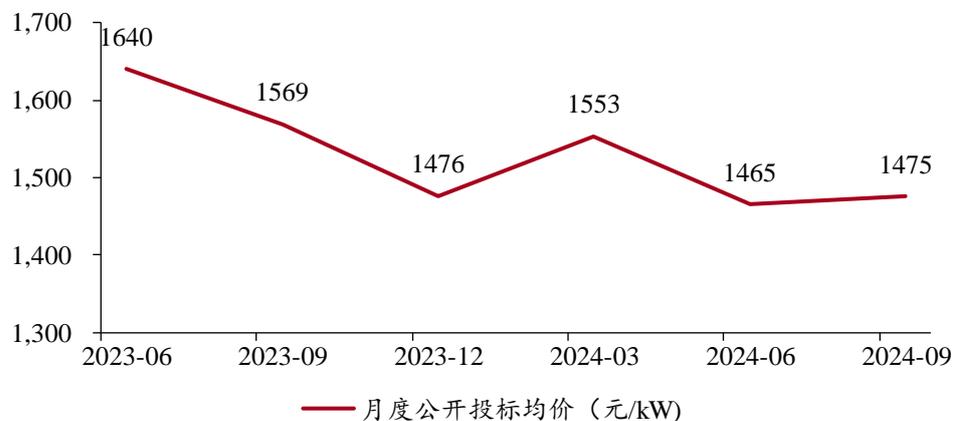
图表 18. 风机投标评标规则优化



资料来源：北极星风力发电网微信公众号，中银证券

风机投标价格企稳回升，产业链的盈利能力有望改善。从风机的价格来看，根据金风科技业绩演示材料的数据显示，2024年9月国内风机整机商风电机组投标均价为1,475元/kW，相较于前三个月有所回升。

图表 19. 我国风电公开投标均价情况（单位：元/kW）

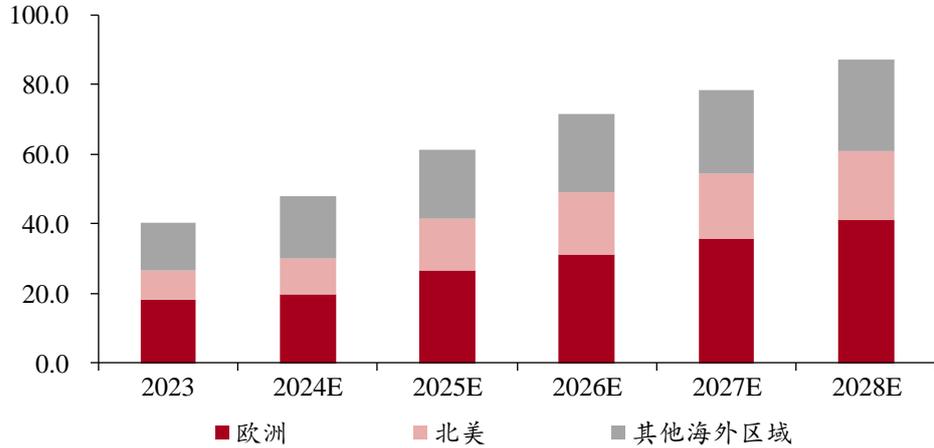


资料来源：金风科技官网，中银证券

## 海外风电蓄势待发，零部件出海进程稳步推进

海外风电稳步增长，进入新一轮发展周期。根据 GWEC 预测，2023-2028 年海外风电新增装机总容量将超过 350GW，复合年均增速将达到 16.77%。分地区看，主要的增量仍然以成熟的欧洲和美洲市场为主。其中欧洲地区作为海外风电第一大市场，由于受能源危机、俄乌冲突的影响，欧洲各国加速能源转型节奏，近两年不断的上调海风装机目标。

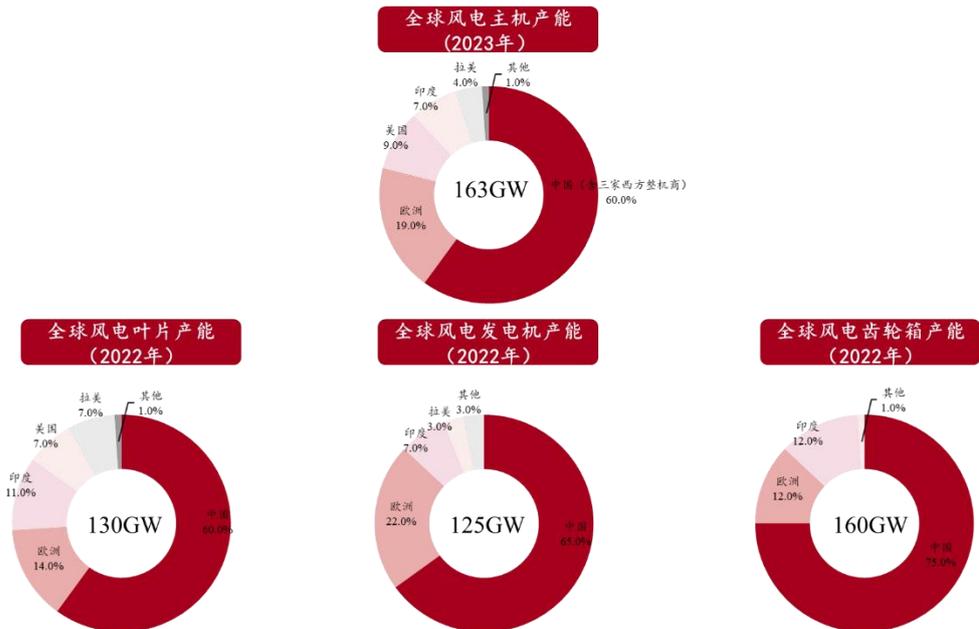
图表 20. 海外风电市场装机预测（单位：GW）



资料来源: GWEC 《Global Wind Report 2024》, 中银证券

中国在全球风电产业链中举足轻重。据 GWEC 统计，2023 年全球风机的供应能力总量为 163GW，其中中国产能占比为 60%，占据绝对的主导地位。此外，在关键零部件方面，例如叶片、发电机和齿轮箱等，2022 年中国的产能全球占比均超过 60%，表明全球风电产业链对于中国的依赖度较高，并且短期内这一态势不会出现明显改变。

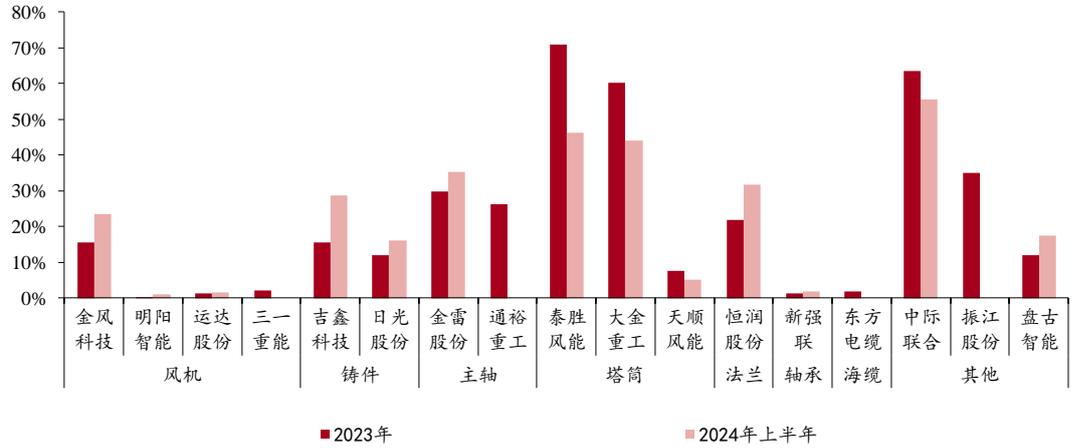
图表 21. 中国各个风电零部件产能全球占比情况



资料来源: GWEC 《Global Wind Report 2023》, 中银证券

国产风电零部件已经打入全球市场，海外订单显著提速提供盈利弹性。在风电的各个核心零部件中，除了轴承以外，均凭借着制造成本低、交付能力强的优势，成功进入了全球市场，其中风电主轴和铸件市场的全球产能基本被国内产业链所把控。在盈利方面，海外业务的盈利水平普遍超过国内同类业务，将为产业链公司带来较好的利润弹性。

图表 22. 风电零部件上市公司海外收入占比



资料来源：万得，中银证券

## 通用设备：政策发力推动内需恢复，静待顺周期复苏

逆周期调节政策力度不断加码，有望推动内需逐步恢复

制造业固定资产投资增速企稳，制造业 PMI 重回荣枯线以上，需求端展现弱复苏迹象。2024 年我国制造业投资边际增速整体有所下行，10 月累计同比增长 9.30%，表现出企稳的迹象。PMI 方面，2024 年 10 月我国制造业 PMI 50.10%，时隔 6 个月重回荣枯线以上，11 月制造业 PMI 为 50.30%，继续保持小幅回升趋势，我国逆周期调节政策效应初步显现。

图表 23. 我国制造业固定资产投资完成额情况



资料来源：万得，中银证券

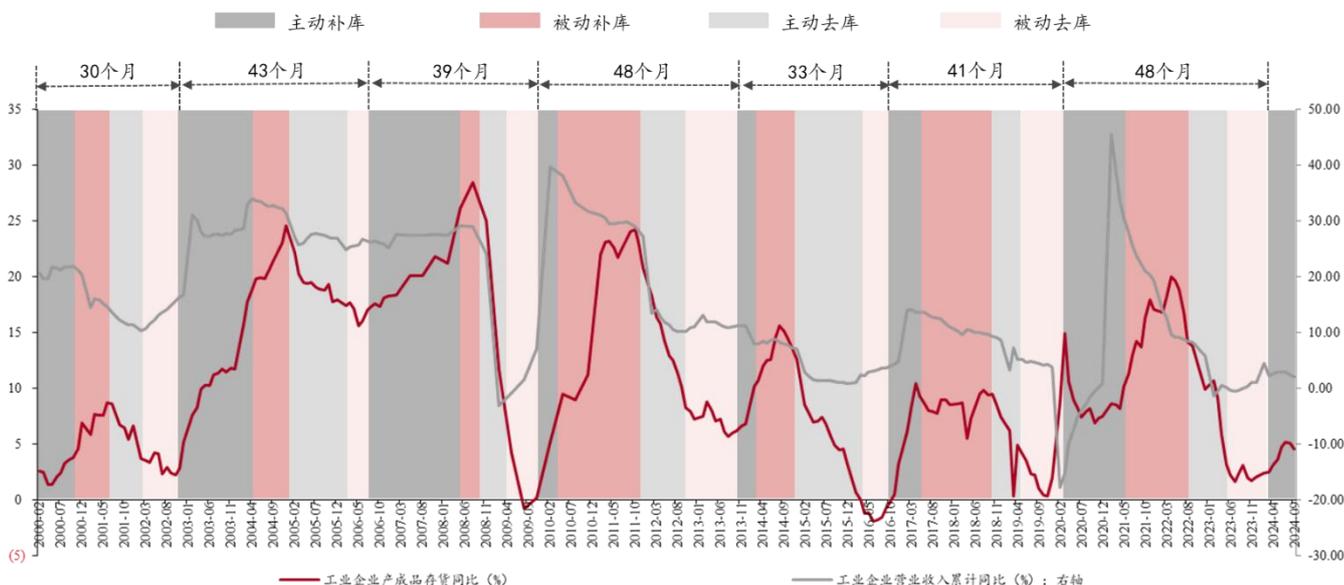
图表 24. 我国制造业 PMI 情况 (单位：%)



资料来源：万得，中银证券

从库存情况来看，我国工业企业的库存周期处于底部位置，呈现主动补库的迹象。2000 年至今我国大概经历 7 轮完整的库存周期，目前正处于本轮周期的被动去库阶段。复盘我国的工业企业产成品存货情况，从 2000 年至今已经历了完整的 7 轮库存周期，持续时间为 30-48 个月，平均为 40 个月左右。本轮周期从 2019 年 11 月开启，工业企业产成品存货增速开始拐头向上，至 2023 年 11 月已经持续了 48 个月，随后工业企业产成品存货增速和工业企业营收累计同比均开始回升，呈现主动补库的迹象。

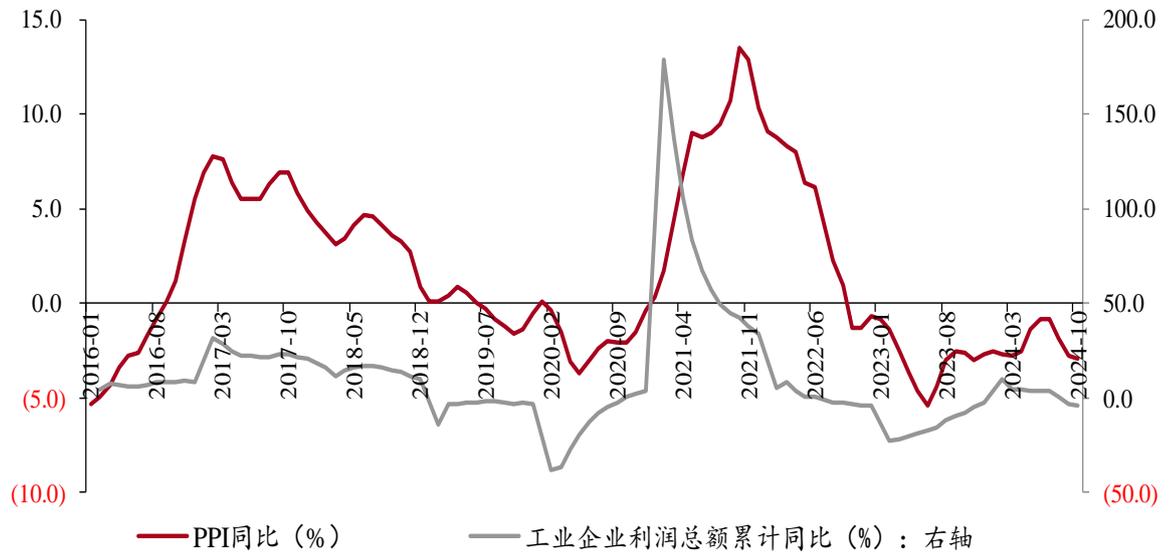
图表 25. 2000 年至今我国库存周期情况



资料来源：万得，中银证券

**PPI 和工业企业利润增速下行，价格和利润端仍有所承压。**从历史经验显示，对于库存数量的传导通常是从利润端到价格端再到库存端，工业企业利润总额会率先触底，其次是 PPI，最后迎来库存底。我国工业企业利润总额累计增速自 2023 年 2 月份见底后开始回升，2024 年 1-10 月累计同比-4.30%；2024 年 10 月份 PPI 同比增速为-2.90%，工业企业利润和 PPI 增速两个前置指标仍然处于下行区间。

图表 26. 我国工业企业利润和 PPI 增速情况



资料来源：万得，中银证券

**逆周期调节政策力度不断加码，有望推动内需逐步恢复，带动顺周期板块景气度向上。**进入 2024 年，尤其是下半年以来，国家各部门出台一系列政策，涉及货币、财政、大规模设备更新、房地产高质量发展、政府化债等各个方面。我们认为，在增量政策的刺激下，内需有望托底回升，从而带动顺周期板块景气度向上。

图表 27. 2024 年以来政策扶持力度不断加大

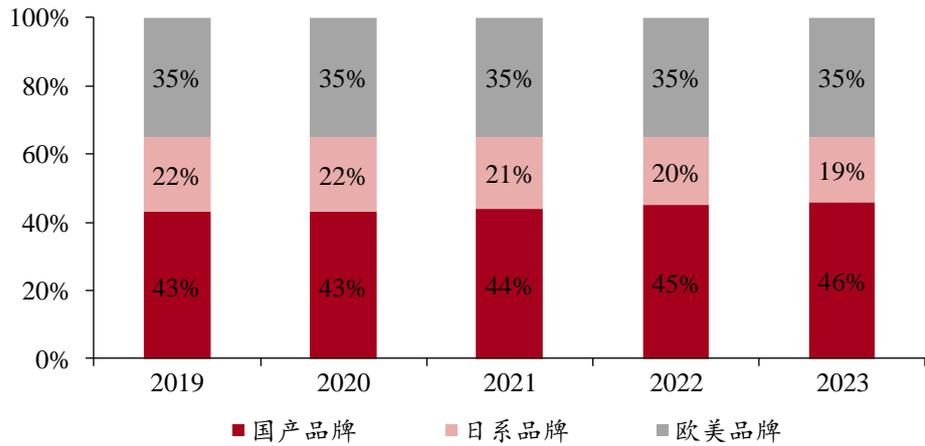
时间	相关政策	机构	主要内容
3 月 13 日	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院	推进重点行业设备更新改造；加快建筑和市政基础设施领域设备更新；支持交通运输设备和老旧农业机械更新；提升教育文旅医疗设备水平。
9 月 24 日	介绍金融支持经济高质量发展有关情况	中国人民银行、金融监管总局	1) 降低存款准备金率和政策利率：下调存款准备金率 0.5 个百分点，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元；在今年内将视市场流动性的状况，择机进一步下调存款准备金率 0.25-0.5 个百分点；降低中央银行的政策利率，即 7 天期逆回购操作利率从目前的 1.7% 调降至 1.5%，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。 2) 降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例：引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%。 3) 创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展：第一项是创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，这项政策将大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力；第二项是创设股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。
9 月 26 日	分析研究当前经济形势和经济工作	中共中央政治局	1) 有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务。 2) 加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。 3) 对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。
10 月 12 日	加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展	财政部	1) 加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生。 2) 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提升这些银行抵御风险和信贷投放能力，更好的服务实体经济发展。 3) 叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。
11 月 8 日	《全国人民代表大会常务委员会关于批准〈国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案〉的决议》	十四届全国人大常委会	从 2024 年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。同时明确，2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。

资料来源：中国政府网，中国人民银行官网，财政部官网，中国人大网，新华网，中银证券

## 产业升级、自主可控和出口替代，高端制造迎来成长机遇

**工控自动化：**设备以旧换新等政策支持有望带来行业需求改善，依然有国产替代的空间。近些年，我国政府制定的工业自动化控制产业政策对行业发展起到了积极的引导和支持作用，国产品牌凭借快速响应、成本、服务等本土化优势不断缩小与国际巨头在产品性能、技术水平等方面的差距，根据经略咨询发布的《中国工业自动化市场 2024 白皮书》的显示，2023 年我国工业自动化产品的国产化率为 46%，国内厂商市场占有率将不断提高，在中低端领域对日系品牌的替代效果明显，但是主要集中在中大型及高端产品市场的欧美系品牌市占率仍保持稳定，存在较大的国产替代空间。

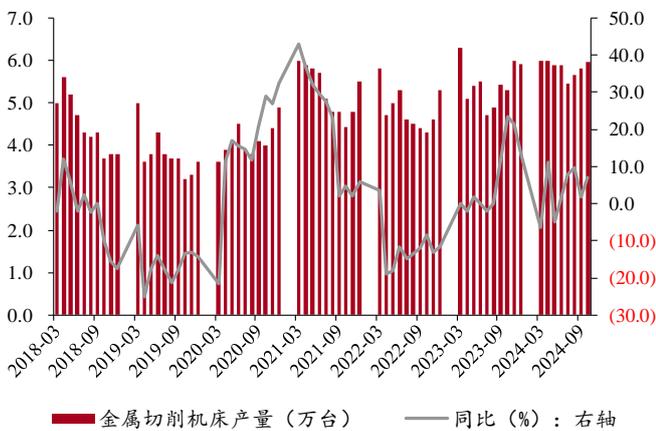
图表 28. 中国工业自动化产品国产化率情况



资料来源：数格咨询《中国工业自动化市场 2024 白皮书》，中银证券

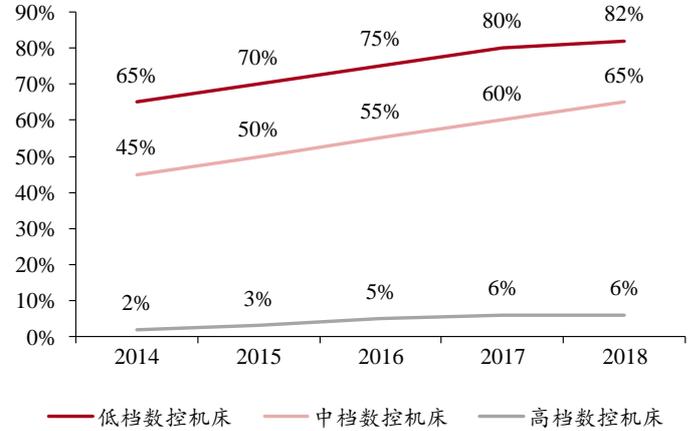
**机床：机床产量均有所回暖，自主可控背景下高端机床空间依然很大。**2024 年 10 月份，我国金属切削机床产量为 5.96 万台，同比增长 7.10%，进入 24 年后呈现企稳态势。长期来看，机床作为“工业母机”在国民经济和国家安全中具有举足轻重的地位，但是目前我国数控机床仍然主要定位于中低端市场，高端产品渗透率虽在提升但仍处于较低水平，根据前瞻研究院的数据，2018 年我国高档数控机床国产化率仅约 6%，尽管缺少最新的数据，但是我们预计目前高端数控机床的国产化率仍然较低，在自主可控的诉求下，随着国家政策支持力度的加大以及我国机床产品竞争力提升，我国高端机床有望加速进入国产替代期。

图表 29. 金属切削机床产量及增速情况



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 我国机床国产化率情况



资料来源：前瞻研究院，科德数控招股书，中银证券

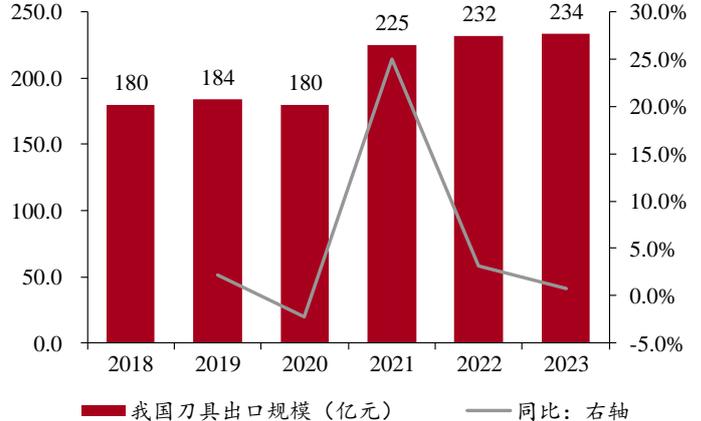
**刀具：工业耗材属性，期待后续需求复苏及出口发力。**根据中国机床工具工业协会的数据，22 年我国刀具行业市场规模为 464 亿元，同比减少 2.73%。进入 2024 年，由于下游需求不足和刀具行业的产能快速扩张，部分刀具上市公司的业绩承受较大压力。未来随着下游需求的复苏、库存的底部回升，有望带动刀具耗材的需求回升。近年来，国内刀具企业在不断引进消化吸收国外先进技术的基础上，研究成果和开发生产能力得到了大幅提升，国产刀具向高端市场延伸，凭借产品性价比优势，已逐步实现对高端进口刀具产品的进口替代，并逐步实现出口，根据中国机床工具工业协会统计数据，2023 年我国出口刀具规模为 233.65 亿元，同比增长 0.77%。

图表 31. 我国刀具市场规模



资料来源：中国机床工具工业协会，中银证券

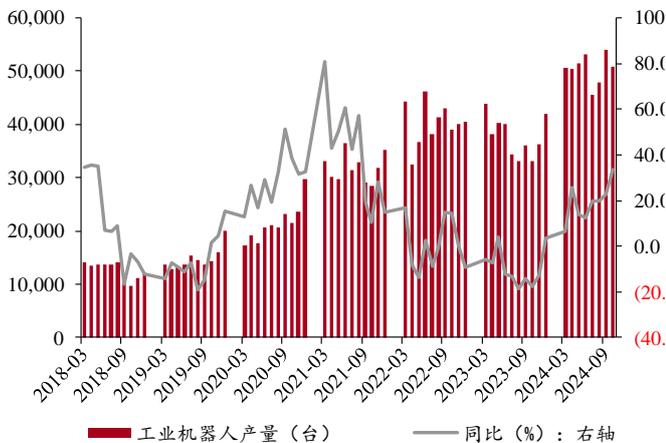
图表 32. 我国刀具出口规模情况



资料来源：中国机床工具工业协会，中银证券

**工业机器人：工业机器人产量恢复较好，国产化率有望继续提升。**我国工业机器人产量自 2023 年 11 月份以来增速逐步改善，2024 年 10 月份为 5.09 万台，同比增长 33.40%。由于我国工业机器人产业链发展较晚，与长期处于垄断地位的 ABB、发那科等仍有差距，近几年国产化率逐步提高，根据 MIR 的数据，2024 年前三季度我国工业机器人国产化率达到 51.6%，未来随着政策的扶持、技术的进步和应用经验的积累，国产化率有望加速提升，国产工业机器人产业链将迎来发展机遇。

图表 33. 工业机器人产量及增速情况



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 中国工业机器人国产化率稳步提升



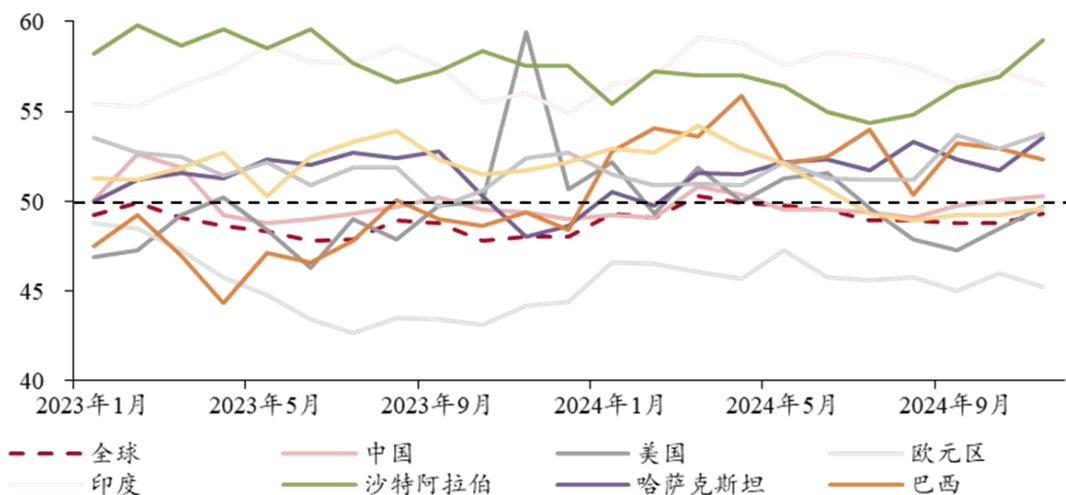
资料来源：MIR，中银证券

## 出口链：欧美补库+亚非拉需求旺盛，建议关注出海机遇

### 欧美进入降息周期，库存见底有望开启补库周期

受欧美拖累全球整体需求偏弱，亚非拉地区需求强劲。从全球的需求来看，受到高利率的压制，整体需求偏弱，全球制造业 PMI 自 4 月份至 11 月份，已经连续 8 个月位于荣枯线以下，分地区来看，亚非拉国家的需求明显要高于欧美，印度、东盟、沙特、巴西等亚非拉国家的 PMI 仍在荣枯线以上，且部分国家仍在持续抬升。

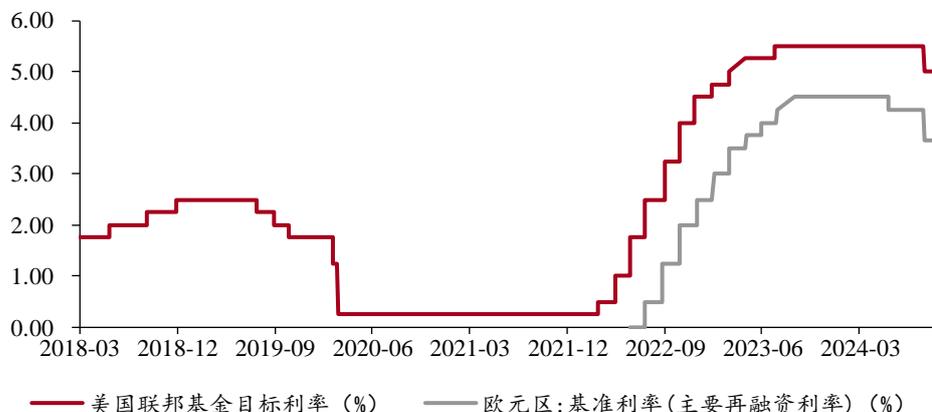
图表 35. 受欧美拖累全球整体需求偏弱，亚非拉地区需求强劲（单位：%）



资料来源：国家统计局、S&P Global、中国物流与采购联合会，中银证券  
注：沙特阿拉伯所用数据为其非石油私营部门 PMI

欧美开启降息周期，带动全球宽松大潮。2024 年 9 月 18 日，美联储宣布降息 50BP，降至 4.75% 至 5.00% 之间的水平，这是美联储自 2020 年 3 月以来的首次降息，标志着美国正式开启降息通道，随后 2024 年 11 月 7 日美联储再次宣布降息 25BP。欧洲央行自 2024 年 6 月开启降息，截止 11 月已经降息 3 次，欧元区基准利率下调到 3.40%。随着美国和欧洲开启宽松，全球降息大潮渐入佳境。

图表 36. 美国和欧洲正式进入降息周期



资料来源：万得，中银证券

高利率压制的美国房屋销量，降息后美国房地产行业有望底部回升。从历史数据看，美国地产销量与美国房贷利率具有显著的负相关性，这一轮的加息带动美国30年期抵押贷款固定利率从3%左右提升到了7%左右，也导致美国地产相关数据快速回落。后续随着美联储的进一步降息，有望释放美国购房需求，带动美国地产行业回升。

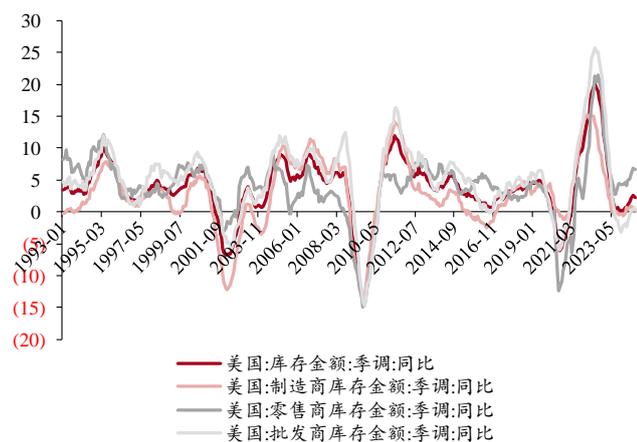
图表 37. 美国房屋销量与房贷利率具有明显的负相关性



资料来源: 万得, 中银证券

美国库存出现筑底回升迹象，后续有望进入补库周期。复盘过去美国的全社会库存水平，随着美联储加息效果的显现，库存金额同比增速从22年中开始进入去库存周期，库存增速水平随后下滑至历史低位，库存开始底部向上，截至2024年11月份，美国全社会库存总额同比增长2.24%，其中制造商、批发商、零售商库存分别同比增长0.20%，0.34%，6.72%。从前置的PPI指标来看，美国PPI从2023年11月开始逐步触底回升，2024年10月份回升至2.40%，后续美国库存有望进入补库周期的概率逐渐增大。

图表 38. 美国全社会库存见底回升(单位: %)



资料来源: 万得, 中银证券

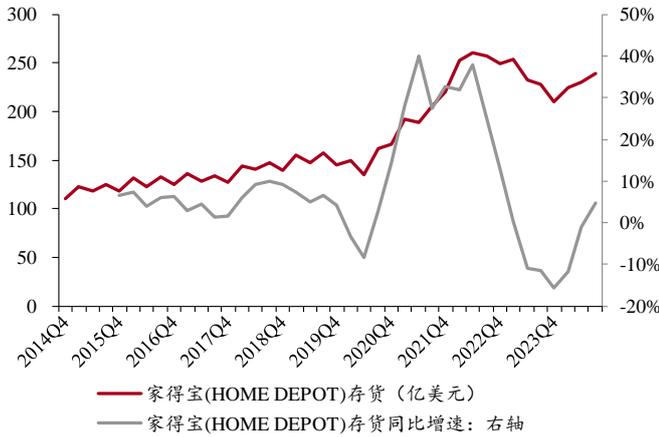
图表 39. 美国PPI情况(单位: %)



资料来源: 万得, 中银证券

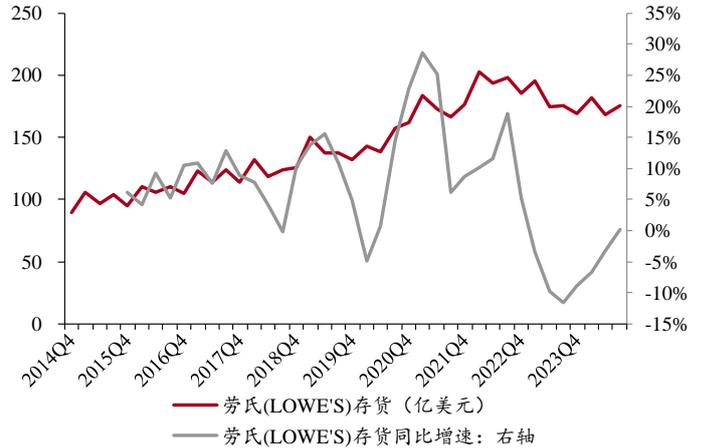
电动工具与手工具同为美国地产后周期行业，未来进入降息周期将显著受益。从家得宝和劳氏的库存情况来看，商超在 2022 年中达到了本轮存货的峰值，最近两年库存平稳下降，截至 24Q3，以劳氏和家得宝为代表的头部商超，存货增速恢复增长。手工具和电动工具需求与地产销售景气度较为相关，未来随着美元进入降息通道，金融条件的改善有望带动美国私人住宅投资增速持续回升，从而带动工具类需求端改善。

图表 40. 家得宝 (HOME DEPOT) 库存水平情况



资料来源: 万得, 中银证券

图表 41. 劳氏 (LOWE'S) 库存水平情况



资料来源: 万得, 中银证券

欧洲库存有所回升，有望进入补库周期提振进口需求。根据 EUROSTAT 的统计数据，2024 年二季度以来，欧元区库存开始触底回升，三季度新增 8.67 万亿欧元，后续随着欧洲进一步的降息，欧洲企业有望于 2025 年真正开启补库周期，届时将提振欧洲进口需求，中国机械设备相关商品有望受益。

图表 42. 欧元区库存变化情况



资料来源: EUROSTAT, 中银证券

## 亚非拉制造业景气度较高，未来出口潜力较大

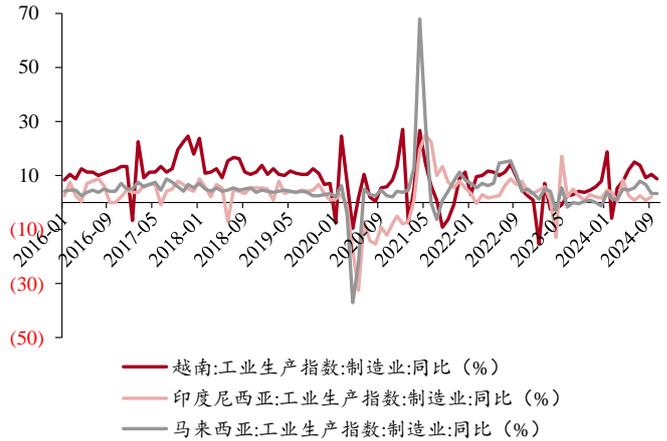
海外制造业转移背景下，印度和东南亚地区制造业景气度较高。2024 年印度制造业工业生产指数呈上升趋势，9 月达 147.00，同比增长 3.89%，环比增长 0.68%，创历史新高；东南亚地区，以越南、印度尼西亚和马来西亚为例，2024 年以来制造业工业生产指数同比增速均有所改善，东南亚地区制造业表现边际转好。未来随着海外制造业逐步向印度、东南亚转移，当地制造业有望维持高景气度，设备需求保持稳步增长。

图表 43. 印度制造业工业生产指数处于历史相对高位



资料来源：万得，中银证券

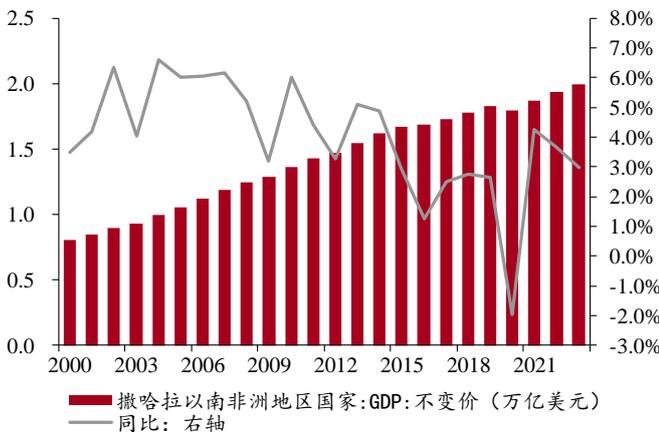
图表 44. 东南亚地区主要国家工业生产指数边际向好



资料来源：万得，中银证券

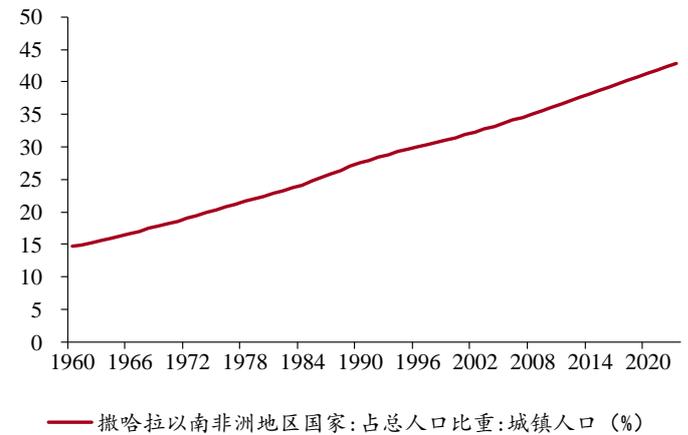
非洲地区 GDP 和城镇化率稳步增长，有望带动制造业增长、拉动设备需求。GDP 方面，2023 年撒哈拉以南的非洲地区 GDP 总量达 1.99 万亿美元，同比增长 2.96%，2020-2023 年 CAGR 为 3.63%，根据国际货币基金组织的预计，2024 撒哈拉以南非洲地区经济增速为 3.6%，维持稳步增长。城镇化率方面，撒哈拉以南非洲地区城镇人口占比维持稳步提升态势，2023 年底达到 42.91%，仍有提升空间。非洲经济的稳步增长，以及城镇化率的提升，有望带动制造业增长，拉动设备需求。

图表 45. 非洲地区 GDP 稳步增长



资料来源：万得，中银证券

图表 46. 非洲地区城镇化率稳步提升



资料来源：万得，中银证券

## 并购重组：政策逐步放松，建议关注潜在并购重组机会

多项政策持续推动，并购重组正进入新一轮宽松周期。进入 2024 年以来，包括“新国九条”、“科创八条”及“并购六条”在内的多项政策均着重强调并购重组，彰显出明显的政策宽松与推动并购重组高质量发展的导向。2024 年 4 月，国务院印发了《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，明确提出加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。随后在 2024 年 6 月和 9 月，证监会分别发布了“科创八条”和“并购六条”，提出更大力度支持并购重组，并针对当前并购重组市场存在的问题提出了一系列针对性的举措。政策层面的边际宽松或将带动并购重组市场进入新一轮的宽松周期。

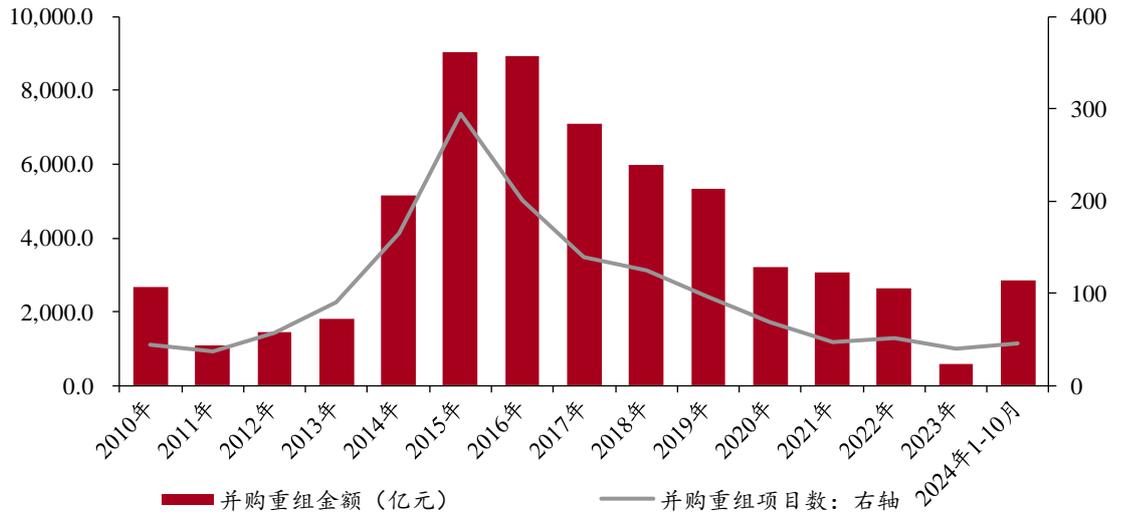
图表 47. 《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》具体内容

要点	主要内容
支持上市公司向新质生产力方向转型升级	证监会将积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购、有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购，以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。
鼓励上市公司加强产业整合	资本市场在支持新兴行业发展的同时，将继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。对于上市公司之间的整合需求，将通过完善限售期规定、大幅简化审核程序等方式予以支持。同时，通过锁定期“反向挂钩”等安排，鼓励私募基金积极参与并购重组。
进一步提高监管包容度	证监会将在尊重规则的同时，尊重市场规律、尊重经济规律、尊重创新规律，对重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易等事项，进一步提高包容度，更好发挥市场优化资源配置的作用。
提升重组市场交易效率	证监会将支持上市公司根据交易安排，分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资，以提高交易灵活性和资金使用效率。同时，建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。
提升中介机构服务水平	活跃并购重组市场离不开中介机构的功能发挥。证监会将引导证券公司等机构提高服务能力，充分发挥交易撮合和专业服务作用，助力上市公司实施高质量并购重组。
依法加强监管	证监会将引导交易各方规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务，打击各类违法违规行，切实维护重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。

资料来源：中国证监会网站，中银证券

政策是影响并购重组热潮的关键性因素，2024 年以来重大重组数量和金额有明显提升。回顾历史，从 2010 年至今，我国资本市场的并购重组政策大致经历了“宽松-收紧-宽松”的演进历程，2010 至 2015 年间政策环境宽松，而随后的 2016 年借壳上市监管的加强标志着并购重组政策边际收紧，对借壳上市实施严格监管，并购重组的活跃度开始逐步降低，一直到 2019 年放开借壳上市的限制，并购重组政策收紧步伐渐止，若以首次披露日对“重大资产重组事件”进行统计，可以看出我国资本市场的并购重组数量和金额水平也会随着政策变动而起伏。进入 2024 年以来，在一系列鼓励并购重组政策的支持下，并购重组市场活跃度较 2023 年有明显提升，截至 2024 年 10 月 31 日，以竞买方口径进行统计，共有 46 起并购重组项目，总金额 2856.85 亿元，已超过 2023 年全年的 40 起和 580.33 亿元。

图表 48. 2010 年以来国内资本市场并购重组数量及金额情况

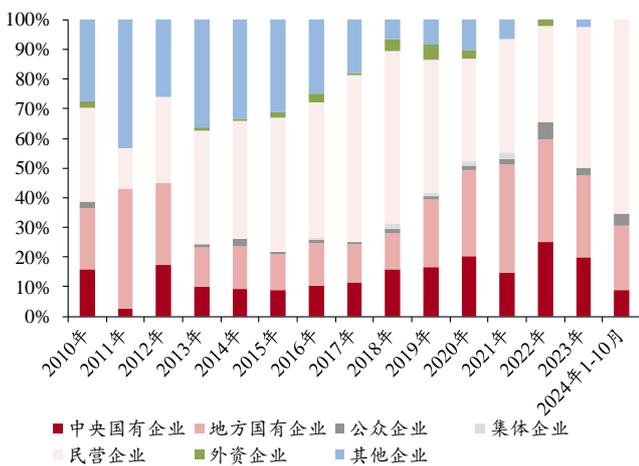


资料来源：万得，中银证券

注：数据截至 2024 年 10 月 31 日；按首次披露日统计的竞买方数据，剔除发审委未通过、失败、停止实施等情形

新一轮国企改革背景下，央国企并购重组占比逐步提升。2015 年 8 月 24 日，党中央、国务院印发国企改革纲领性文件《关于深化国有企业改革的指导意见》，该文件明确提出“要以管资本为主来完善国有资产管理体制”，并随后出台了一系列配套文件，从多方面提出了国企改革的目标和举措，形成了“1+N”的国企改革政策体系。2023 年以来，国资委多次强调推动央国企重组整合，以实现国有资本布局优化和结构调整。在新一轮国企改革的大背景下，央国企并购重组占比逐步提升，若按照公司属性对并购重组案例进行分析，不论是并购重组案例数量还是金额，央国企的占比均有趋势性的提升，尤其是金额方面，2022 年至今超过 80%。

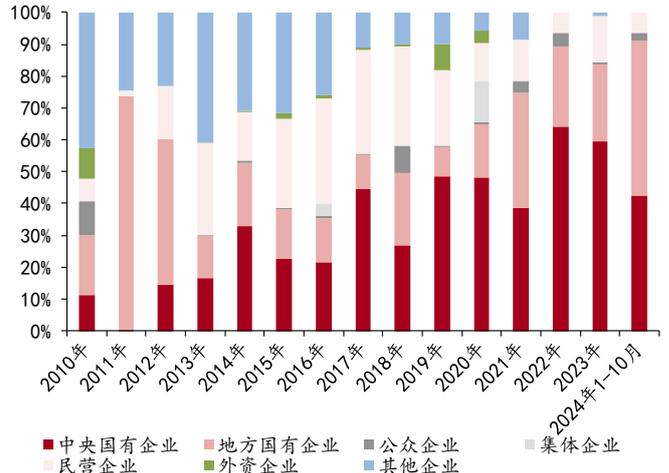
图表 49. 并购重组公司属性数量占比变化



资料来源：万得，中银证券

注：数据截至 2024 年 10 月 31 日；按首次披露日统计的竞买方数据，剔除发审委未通过、失败、停止实施等情形

图表 50. 并购重组公司属性金额占比变化

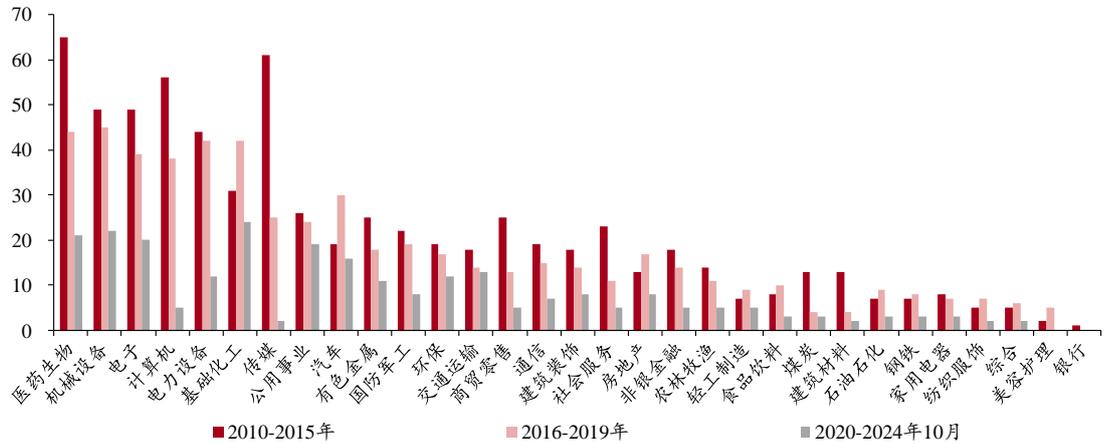


资料来源：万得，中银证券

注：数据截至 2024 年 10 月 31 日；按首次披露日统计的竞买方数据，剔除发审委未通过、失败、停止实施等情形

新兴产业是并购重组高发行业，近年来机械行业占比始终靠前。观察近些年来各个行业的并购重组数量占比情况，医药生物、机械设备、电子等新兴行业的占比始终保持在较高位置。根据证监会颁布的“并购六条”政策，其中明确提及“支持上市公司向新质生产力方向转型升级”，机械设备行业作为新质生产力重要的组成方向之一，我们认为未来仍将有望保持较高的活跃度。

图表 51. 2010 年以来国内资本市场各个行业的并购重组数量情况（单位：件）



资料来源：万得，中银证券

注：数据截至 2024 年 10 月 31 日；按首次披露日统计的竞买方数据，剔除发审委未通过、失败、停止实施等情形

自上而下结合政策导向，未来并购重组或将主要聚焦于“新质生产力”和“产业转型升级”。在“并购六条”的新框架下，未来并购重组将聚焦于新质生产力和传统产业转型两大方向：一方面，“并购六条”将“支持上市公司向新质生产力方向转型升级”放在了首要位置，支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集，侧重于通过科技创新提高要素生产效率；另一方面，“并购六条”明确提到“将继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度”，鼓励引导头部上市公司立足主业、做大做强，侧重于对当前现有产业资源的配置优化、提高产业集中度，进而强化全球竞争力。

因此，我们认为可以从以下几个方向去挖掘潜在的并购机会：1) 同一实控人下的并购重组，从并购效果上，集团内部的并购重组可以更方便地实现资源共享和优化配置，通过技术、市场渠道、人力资源等方面的整合，达到提高竞争力的目的，并且由于属于同一个集团或者实际控制人，在并购重组当中所牵涉的利益方较少，利益冲突相比于非同一控制下的公司较少，在同一个集团内部，各企业之间的信息通常更加透明；2) 存在实控人或者重大股东变更的上市公司，将其与新进股东的体外资产进行匹配，从而提升公司整体的竞争力；3) 拥有充沛现金，并且需要通过整合产业链来提升竞争力的公司，此次并购重组潮的核心效果是要优化产业布局，提升整体竞争力，因此可以通过产业链的横向和纵向整合，来提升行业集中度、保证供应链的稳定性和可靠性。

## 投资建议

**工程机械：内外需共振，新一轮周期有望开启。**根据中国工程机械工业协会发布数据，2024年1-10月份挖掘机销量164,172台，同比增长0.47%，其中国内82,211台，同比增长9.80%，出口81,961台，同比下降7.41%。挖掘机的国内和海外单月销量分别自2024年3月份和8月份实现同比增速转正以来，至今月销量增速仍均维持正增长，呈现出明显的复苏迹象。展望明年，国内市场在稳地产、地方化债、老旧设备更新替代等一揽子政策的支撑下，叠加国内前几年连续下滑后的低基数，明年挖机销量有望持续改善；海外市场方面，随着美联储启动降息，全球进入宽松周期，投资端有望恢复，从而带动设备销量的上行。因此在国内和海外的需求共振下，工程机械行业有望开启新一轮的向上周期。推荐山推股份，建议关注恒立液压、三一重工、中联重科、徐工机械、柳工等。

**风电设备：国内海风持续推进，海风+海外共振助力成长。**随着阻碍风电项目进程的各个因素的逐步缓解，装机容量开始有序释放，2024年1-10月国内风电新增并网容量45.80GW，同比增加22.76%。从量上来看，根据金风科技官网的数据，2024年前三季度全国风电公开招标容量达到119.1GW，同比增长93.0%，招标量创历史新高，为后续装机提供有力支撑，并且时间上已经来到“十四五”的最后阶段，按照各省市的规划仍有较大装机未完成，未来两年或迎小幅“抢装”；从利上来看，整机厂商达成遏制内卷共识，国电投优化风机评标规则，风机投标价格企稳回升回归理性，产业链的盈利能力有望改善。此外，海外市场也有望进入新一轮发展周期，国产风电零部件海外订单显著提速提供盈利弹性。建议围绕“双海”主线，聚焦优质的海上风电塔筒/桩基及海缆等零部件上市公司，推荐海力风电、泰胜风能、大金重工、金雷股份，建议关注振江股份、天顺风能（电新组覆盖）、中天科技、起帆电缆、盘古智能等。

**通用设备：政策发力推动内需恢复，静待顺周期复苏。**2024年下半年以来，我国制造业固定资产投资增速企稳，11月份制造业PMI重回荣枯线以上，需求端展现弱复苏态势，从库存周期的情况来看，已经呈现出主动补库的迹象。随着国家各部门出台一系列逆周期调节政策，涉及货币、财政、大规模设备更新、房地产高质量发展、政府化债等各个方面，我们认为在这些增量政策的刺激下，内需有望托底回升，从而带动顺周期板块景气度向上。在产业升级、自主可控和出口替代的大背景下，机床、工控、工业机器人等高端制造领域将迎发展机遇。建议关注：1) 工控自动化：汇川技术、信捷电气、禾川科技、雷赛智能等；2) 注塑机：伊之密、海天国际；3) 机床：海天精工、纽威数控、华中数控、国盛智科、科德数控、亚威股份、浙海德曼、秦川机床等；4) 刀具：华锐精密、中钨高新、欧科亿；5) 工业机器人：埃斯顿、拓斯达等。

**出口链：欧美补库+亚非拉投资需求旺盛，短期扰动不改长期向好趋势。**由于受到高利率的压制，全球整体投资和消费需求偏弱，分地区来看，欧美市场是主要的拖累的地区，亚非拉等国家需求明显要高于欧美。未来，欧美市场，随着2024年下半年开始进入降息周期，叠加开启补库，欧美市场需求有望开启上升通道；亚非拉等新兴市场国家，近年来制造业景气度较高，在海外制造业转移、基建投资旺盛、城镇化率稳步提升等影响下，未来出口潜力仍然较大。尽管短期地缘政治和关税政策等对我国出口会有所扰动，但一方面亚非拉天然与美国加关税关联不大，另一方面欧美需求复苏抵消部分扰动，因此不改长期向好趋势。建议关注：1) 受益于欧美降息、补库的工业品和消费品环节，建议关注欧圣电气、捷昌驱动、巨星科技、泉峰控股、杭叉集团、浙江鼎力等；2) 受益于亚非拉旺盛需求的工程机械、纺服设备等环节，建议关注杰克股份、宏华数科等。

**并购重组：政策逐步放松，建议关注潜在并购重组机会。**进入2024年以来，包括“新国九条”、“科创八条”及“并购六条”在内的多项政策均有着重强调并购重组，彰显出明显的政策宽松与推动并购重组高质量发展的导向，在政策的影响下，今年重大重组数量和金额都有了明显的提升。自上而下结合政策导向，未来并购重组或将主要聚焦于“新质生产力”和“产业转型升级”，其中机械设备行业作为新质生产力重要的组成方向之一，我们认为未来仍有望保持较高活跃度，建议关注相关的重组并购机会。

## 风险提示

**国内外经济复苏不及预期的风险：**机械设备行业下游广泛，其运行情况与下游的景气度情况高度相关，若未来国内和海外的经济复苏不及预期，将直接导致相关设备的需求减少、订单量下滑，从而影响相关机械设备上市公司的业绩表现；

**产业政策调整的风险：**机械设备行业受产业政策的影响较大，若政策发生较大调整，可能会对行业的发展产生重大影响；

**地缘政治和贸易战的风险：**全球地缘政治冲突不断，发达经济体的通胀水平居高不下，世界经济的发展出现了前所未有的压力和不确定性，若国际贸易关系恶化、国外对国内部分行业增加关税，可能导致部分行业出口订单不及预期，从而影响出口型公司的业绩表现；

**竞争加剧的风险：**机械设备行业中的细分领域竞争较为激烈，若行业内涌入更多市场参与者或某些参与者发起价格战，将使得行业格局发生变化、盈利能力出现下降，从而对机械行业造成不利影响；

**原材料价格波动的风险：**大宗原材料成本对机械设备厂商的盈利能力影响权重较大，若原材料价格出现不利波动，将对各制造企业的盈利情况产生不利影响；

**技术快速迭代的风险：**创新、技术迭代是机械行业发展的一大动力，但是在新技术尚未成熟、技术路线尚未完全确定的阶段下，企业往往伴有较大的不确定性，若技术路线出现较大的变化，将会对行业的格局及企业的未来前景产生重大影响。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371