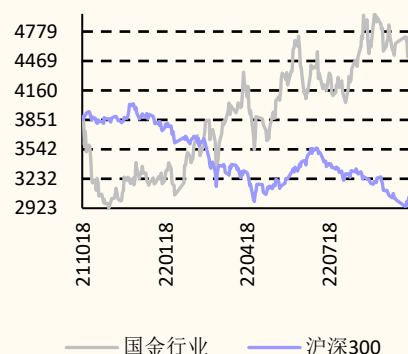


机械组

通用机械行业专题 通用设备

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金通用设备指数	2150
沪深 300 指数	3842
上证指数	3072
深证成指	11122
中小板综指	11658



相关报告

1. 《中证机床 ETF 获批, “自主可控”之路加速-机床行业深度报告》, 2022.9.19
2. 《春意渐浓, 布局当下-通用机械行业深度研究报告》, 2022.4.7

满在朋 分析师 SAC 执业编号: S1130522030002
manzaipeng@gjzq.com.cn

秦亚男 分析师 SAC 执业编号: S1130522030005
qinyanan@gjzq.com.cn

行业拐点渐至, 坚定看好新一轮复苏

投资建议

- 从估值上看, 当前通用机械行业相关上市公司估值水平总体处于低位。往前看, 随着经济逐步企稳, 通用机械行业需求有望逐渐启动新一轮上升周期, 与此同时, 通用机械行业上市公司估值也有望随着业绩高增的预期得以提升, 股价有望迎来戴维斯双击。建议重点聚焦卡位高成长优质赛道、市场份额和竞争优势有望持续提升的龙头公司, 建议关注科德数控、合锻智能、中钨高新、禾川科技、安徽合力。

基本结论

- 中游通用机械行业需求领先库存周期变化约 6-12 个月, 我们判断, 通用机械行业需求拐点约为今年 11 月份、年底有望开启新一轮需求上升周期。通用机械行业细分产品类型众多, 主要有机床、工业机器人、叉车、注塑机、刀具、激光设备等, 主要为资本品, 处于产业链中游, 为下游投资扩产所用, 与下游行业景气度和需求直接相关。因而, 我国通用机械行业的需求周期亦是随经济周期波动而波动, 也具备 3-4 年的规律。我们观测典型通用机械设备如工业机器人、金属切削机床、叉车等主要的资本品产量数据清晰可见, 需求周期变化时间跨度约为 43 个月。通用机械行业需求主要来自于离散工业居多, 需求灵敏度相对库存数据整体而言更高, 需求周期领先库存数据变化 6-12 个月左右。根据需求下降周期历史均值 22 个月的时间推算, 则新一轮上升周期的启动时间约在 2023 年 1 月。由于选取数据为 3 个月移动平滑, 数据或滞后 2 个月左右。因此, 我们判断, 通用机械行业需求拐点约为今年 11 月份、年底有望逐渐开启新一轮通用机械行业需求上升周期。从细分行业中观数据看, 以工业机器人赛道为例, 日本工业机器人订单数据底部基本确认, 日本工业机器人订单增速今年 5 月见底之后, 形成趋势性上升态势。通常, 日本工业机器人订单领先国内订单 1-2 个季度, 预示着国内工业机器人景气有望在年底附近开启回升趋势。
- 信贷+政策等必要条件发力, 助力设备投资需求持续增长。金融机构企业中长期贷款更多地体现资金投向实体部门的规模, 反映经济复苏预期、企业实际经营情况。从历史数据看, 反映实体经济趋势的中长期贷款数据领先中游通用机械行业需求的变化约 6-12 个月。三季度以来, 企业新增中长期贷款增速持续回升, 从趋势上看, 企业中长期贷款趋势向上确定性较强, 表明经济上升动力持续增强。9 月 28 日, 央行设立设备更新改造专项再贷款, 额度为 2000 亿元以上, 利率 1.75%, 政策主要支持新基建和制造业转型升级领域的设备更新, 短期内将推高相关领域的投资增速, 长期看则有助于推动经济全面转型升级。
- 从估值上看, 当前通用机械行业相关上市公司估值水平总体处于低位, 具备投资性价比。通用机械行业上市公司的估值水平一般随着需求景气度变化而波动。行业景气度高时, 市场对于公司经营业绩快速增长的预期带动整体估值水平的提升; 行业景气度下行时, 市场对于公司业绩增速增长预期悲观因而给予估值折价。我们观测典型赛道如机床、叉车、注塑机、工业机器人等相关公司过去 10 年的估值变化情况 (如有的话), 目前多数公司的估值处于历史分位数 25% 以下, 处于低估状态, 具有较高的投资性价比。
- 风险提示: 疫情失控风险; 原材料价格波动风险; 新兴行业发展不及预期。

内容目录

1、通用机械行业需求拐点渐至、年底有望开启新一轮上升周期	3
2、信贷+政策等必要条件发力助力经济恢复，带动设备投资需求持续增长	5
2.1 中长期贷款数据作为领先指标、趋势性拐点已现	5
2.2 央行设立设备更新改造专项再贷款，有望刺激相关设备投资持续增长	6
2.3 新兴行业投资需求持续旺盛	6
3、把握机床、刀具、叉车、工控自动化等优质赛道板块性投资机会	7
4、风险提示	8

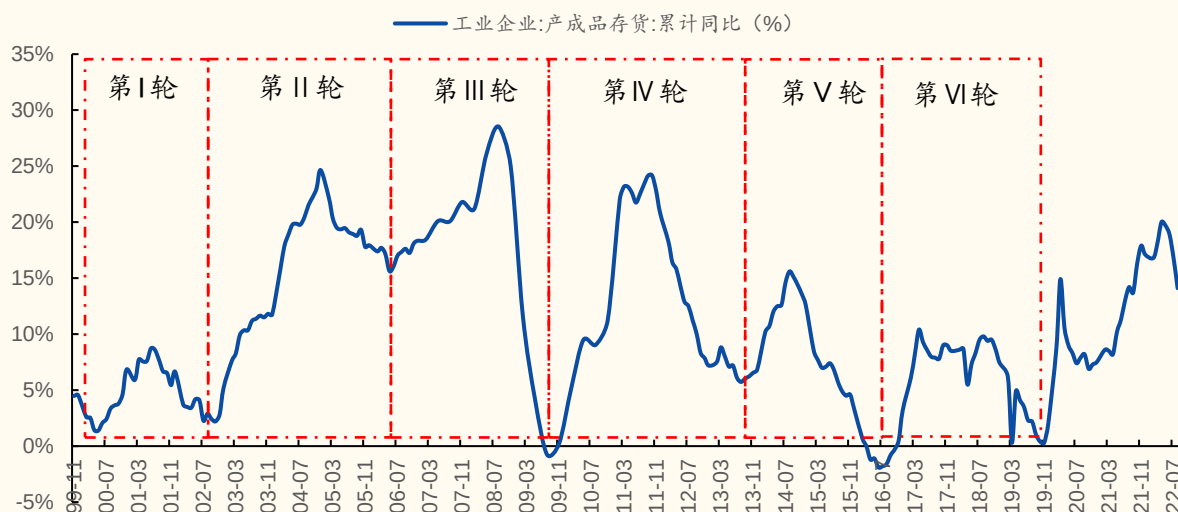
图表目录

图表 1：目前正处于第七轮库存周期的去库存阶段	3
图表 2：通用机械行业需求周期领先库存周期变化约 6-12 个月	4
图表 3：预计新一轮通用机械行业需求上升周期有望在 2022 年年底附近启动	4
图表 4：日本工业机器人订单数据底部已现	5
图表 5：中长期贷款数据领先通用机械需求变化约 6-12 个月，每轮通用机械需求上升期往往伴随着企业中长期贷款数据的上升	5
图表 6：制造业贷款需求指数	6
图表 7：我国高新制造业固定资产投资保持较高水平	6
图表 8：通用机械行业各赛道龙头公司估值水平	7
图表 9：重点公司估值情况	7

1、通用机械行业需求拐点渐至、年底有望开启新一轮上升周期

- **核心观点：**通用机械行业需求总体随经济波动而波动、呈现典型的周期波动规律；每轮需求周期平均时间跨度约 43 个月。根据历史规律，我们判断，通用机械行业需求拐点约为今年 11 月份，年底有望逐渐开启新一轮通用机械行业需求上升周期。
- **本轮库存周期正处在主动去库存阶段。**自 2000 年工业化以来，我国工业产成品库存经历了 6 轮完整的周期，每轮周期长度相对稳定，持续时间约为 3-4 年。本轮库存周期的开始为 2019 年 11 月，补库存周期持续至 2021 年 11 月，随后进入去库存阶段（22 年上半年有所反弹主要是疫情干扰）。根据历史周期持续跨度，本轮去库存阶段有望在 2023 年 4 月结束，随后开启新一轮补库存周期。

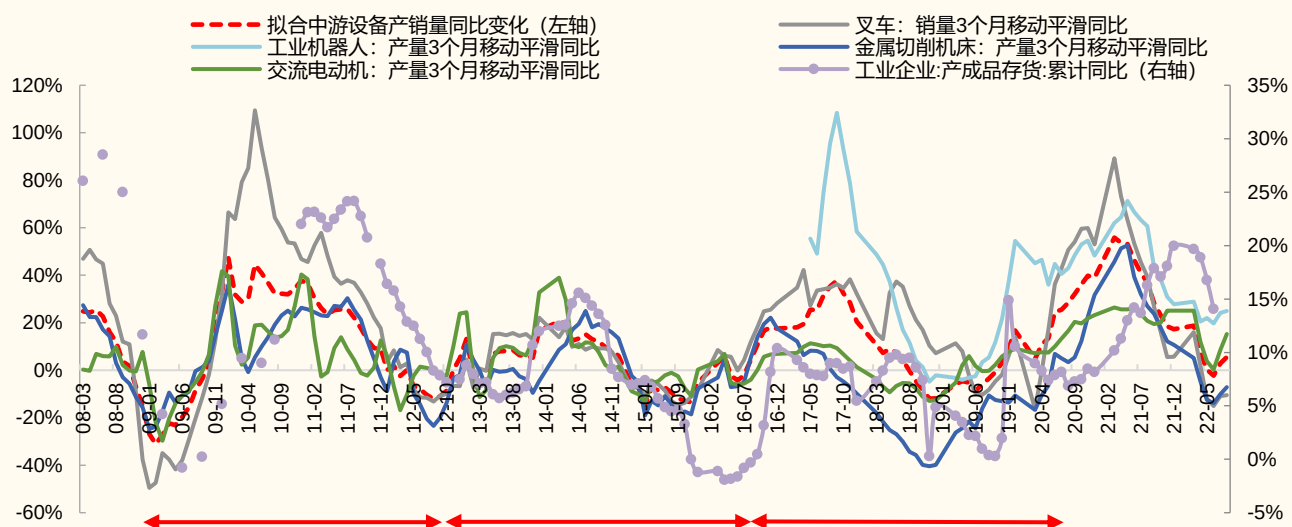
图表 1：目前正处于第七轮库存周期的去库存阶段



来源：Wind，国金证券研究所

- **中游通用机械行业需求领先库存周期约 6-12 个月。**通用机械为资本品，主要为下游扩产投资所用，处于产业链中游，与下游行业景气度和需求直接相关。因而，我国通用机械行业的需求周期亦是随经济周期波动而波动，也具备 3-4 年的规律。我们观测典型通用机械设备如工业机器人、金属切削机床、叉车等主要的资本品产量数据清晰可见，需求周期变化时间跨度约为 43 个月。通用机械行业需求主要来自于离散工业居多，需求灵敏度相对库存数据整体而言更高，需求周期领先库存数据变化 6-12 个月左右。

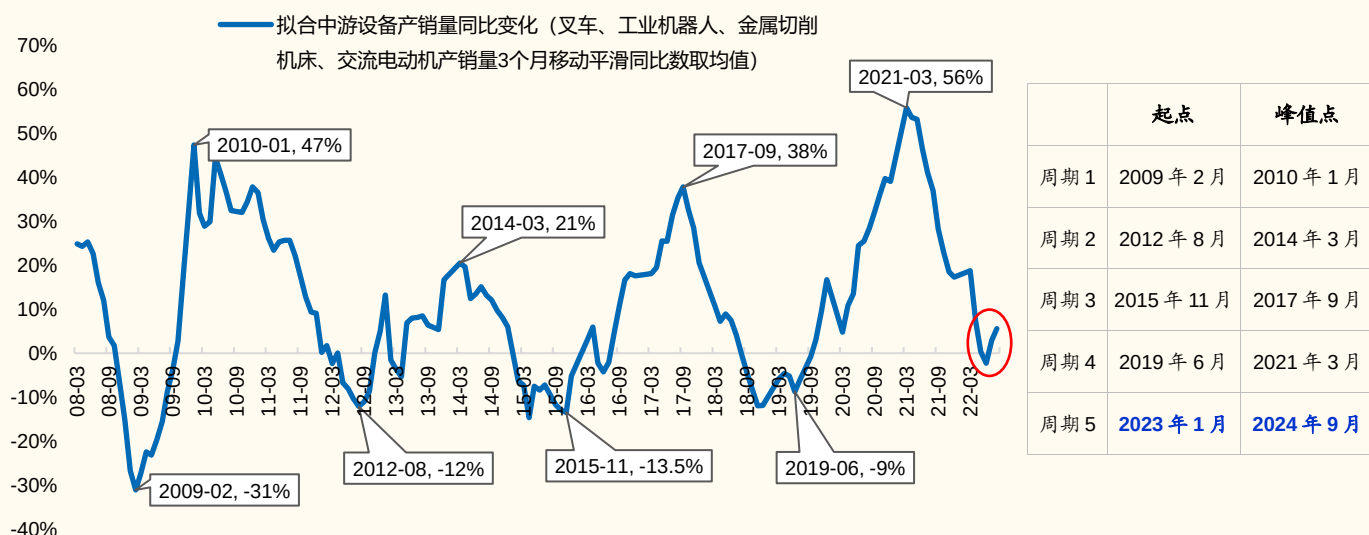
图表2：通用机械行业需求周期领先库存周期变化约6-12个月



来源：Wind，国金证券研究所（备注：拟合中游设备产销量同比变化取叉车、工业机器人、金属切削机床、交流电动机产销量3个月移动平滑同比均值）

- 我们判断，通用机械行业需求拐点约为2022年11月，筑底阶段确立，预计年底将逐渐开启新一轮上升周期。为了准确预判出新一轮通用机械行业的需求复苏起点，我们选取工业机器人、金属切削机床、叉车、交流伺服等典型的通用资本品产销量数据三个月移动平滑同比数据，并取平均数作为通用机械行业的代表，来表征行业变化趋势。根据行业需求下降周期历史均值约22个月的时间推算，则新一轮需求上升周期的启动时间约在2023年1月附近。由于选取数据为3个月移动平滑，数据或滞后2个月左右。因此，我们预计，通用机械行业需求拐点约为今年11月份，新一轮通用机械设备行业需求上升周期有望在2022年年底附近启动。

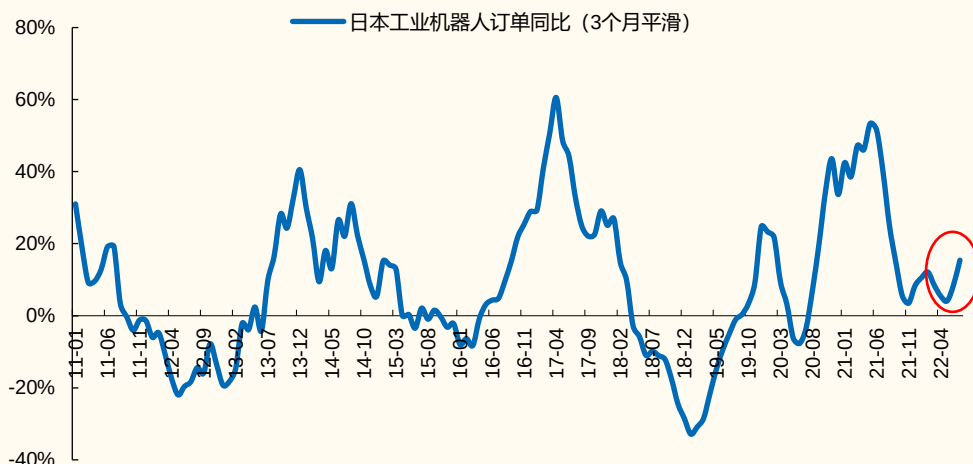
图表3：预计新一轮通用机械行业需求上升周期有望在2022年年底附近启动



来源：Wind，国金证券研究所

从日本工业机器人订单数据看，底部基本确认。日本工业机器人订单增速今年5月见底之后，形成趋势性上升态势。通常，日本工业机器人订单领先国内订单1-2个季度，预示着国内工业机器人景气有望在年底附近回升。

图表 4：日本工业机器人订单数据底部已现



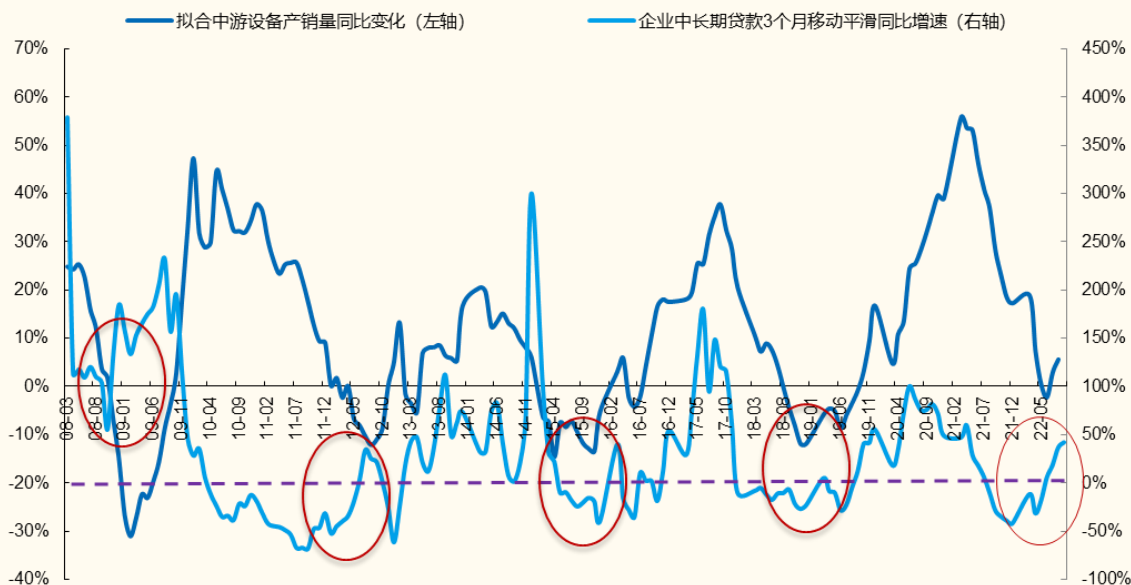
来源：Wind，国金证券研究所

2、信贷+政策等必要条件发力助力经济恢复，带动设备投资需求持续增长

2.1 中长期贷款数据作为领先指标、趋势性拐点已现

- 中长期贷款数据领先通用机械需求变化月 6-12 个月，从趋势上看，企业中长期贷款趋势向上确定性较强。金融机构企业中长期贷款更多地体现资金投向实体部门的规模，反映经济复苏预期、企业实际经营情况。从历史数据看，反映实体经济趋势的中长期贷款数据跟中游通用机械行业需求的变化领先约 6-12 个月。2021 年 12 月，企业新增中长期贷款增速 3 个月移动平滑增速触底（实际是 2021 年 10 月当月增速最低），今年以来，企业新增中长期贷款增速持续回升，表明经济上升动力持续增长。

图表 5：中长期贷款数据领先通用机械需求变化约 6-12 个月，每轮通用机械需求上升期往往伴随着企业中长期贷款数据的上升

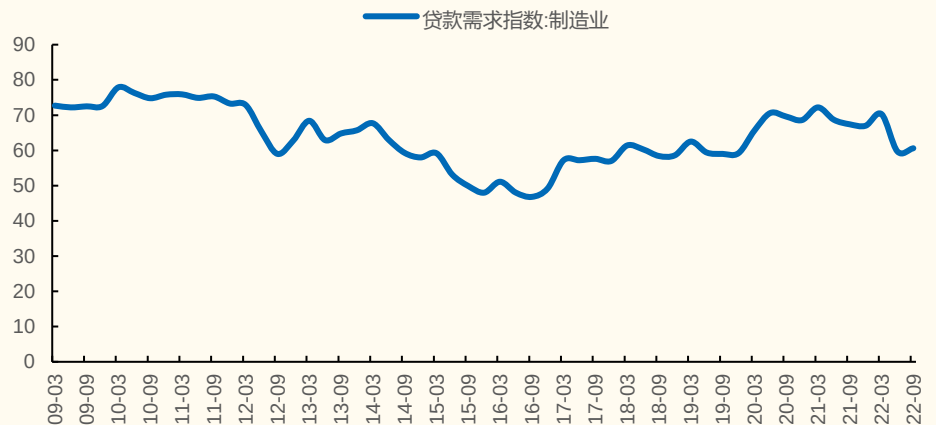


来源：Wind，国金证券研究所

2.2 央行设立设备更新改造专项再贷款，有望刺激相关设备投资持续增长

- **设备更新改造专项再贷款提供低成本资金扩大制造业需求。**9月28日，央行设立设备更新改造专项再贷款，额度为2000亿元以上，利率1.75%，专项支持金融机构以不高于3.2%的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款；期限1年，可展期2次，每次展期期限1年，发放对象包括国开行、政策性银行、国有行、邮储银行、股份行等21家金融机构。从支持领域看，贷款主要投向教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个设备购置与更新改造领域。我们认为，政策主要支持新基建和制造业转型升级领域的设备更新，短期内将推高相关领域的投资增速，长期看则有助于推动经济全面转型升级。

图表6：制造业贷款需求指数

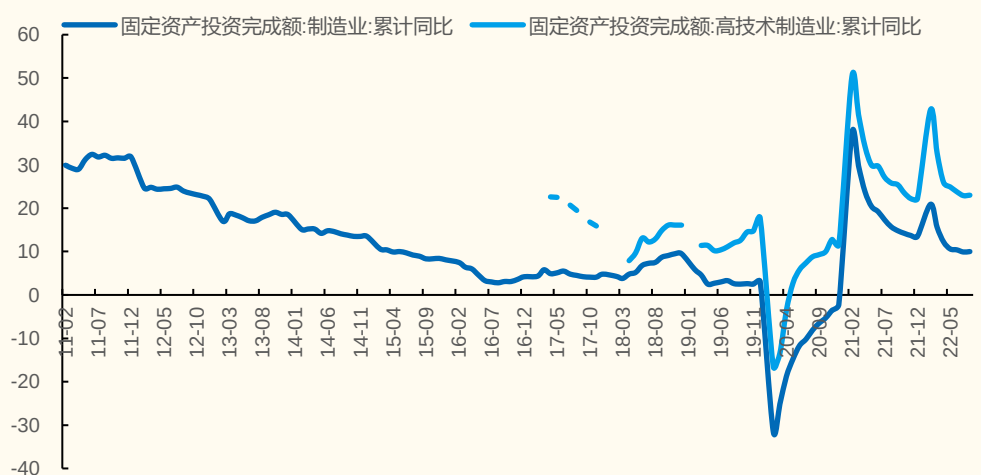


来源：Wind，国金证券研究所

2.3 新兴行业投资需求持续旺盛

- **高新技术制造业投资整体保持较高水平，创新驱动态势明显。**1-8月，我国制造业固定资产投资累计增长10%，其中，锂电、光伏等高新技术制造业投资增长20.20%。

图表7：我国高新制造业固定资产投资保持较高水平

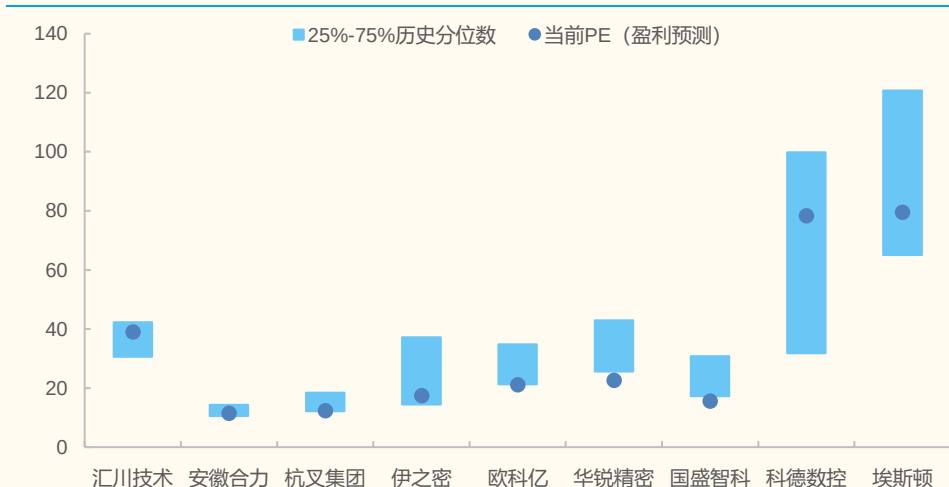


来源：Wind，国金证券研究所

3、把握机床、刀具、叉车、工控自动化等优质赛道板块性投资机会

- 从估值上看，当前通用机械行业相关上市公司估值水平总体处于低位，具备投资性价比。通用机械行业上市公司的估值水平一般随着需求景气度变化而波动。行业景气度高时，市场对于公司经营业绩快速增长的预期带动整体估值水平的提升；行业景气度下行时，市场对于公司业绩增速增长预期悲观因而给予估值折价。总体来看，目前行业景气度处于低点，市场对于未来行业需求预期信心不足，因而，通用机械行业上市公司估值整体处于低位。我们观测典型赛道如机床、叉车、注塑机、工业机器人等相关公司过去 10 年的估值变化情况（如有的话），目前多数公司的估值处于历史分位数 25%以下，处于低估状态。往前看，随着经济逐步企稳，通用机械行业需求有望逐渐启动新一轮上升周期，与此同时，通用机械行业上市公司估值也有望得到提升，股价有望迎来戴维斯双击。

图表 8：通用机械行业各赛道龙头公司估值水平



来源：Wind，国金证券研究所（估值水平取 2022 年 10 月 14 日 wind 一致预期 PE（盈利预测），历史分位数汇川技术和安徽合力取过去 10 年 PE（盈利预测）情况，其余取上市后至今的变化情况）

- 投资建议：通用机械行业整体具备板块性投资机会，但细分赛道众多，因而建议重点聚焦高成长优质赛道、市场份额和竞争优势有望持续提升的龙头公司。
 - 刀具行业：建议关注产业链一体化数控刀具龙头中钨高新，产能快速扩张的优质数控刀具企业欧科亿、华锐精密。
 - 机床行业：中国机床进口替代空间巨大，在政策支持、制造业转型升级基金投资、中证机床 ETF 落地获批下，机床产业链有望加速成熟，推动机床进口替代加速，建议重点关注科德数控、合锻智能、海天精工、创世纪、拓斯达。
 - 工控伺服：建议重点关注国产伺服龙头汇川技术和工控新星禾川科技。
 - 叉车行业：建议重点关注叉车双龙头安徽合力和杭叉集团。
 - 激光装备：建议重点关注激光器龙头锐科激光、激光切割控制系统龙头柏楚电子。
 - 工业机器人：建议关注工业机器人龙头埃斯顿、谐波减速器龙头绿的谐波。

图表 9：重点公司估值情况

序号	股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS (元)					PE				
				2019	2020A	2021E	2022E	2023E	2019	2020A	2021E	2022E	2023E

				A					A				
1	688305.SH	科德数控	84.08	0.52	0.94	1.07	1.56	2.08	162	89	78	54	40
2	603011.SH	合锻智能	8.52	0.06	0.14	0.31	0.51	0.77	142	61	28	17	11
3	688558.SH	国盛智科	28.77	1.04	1.52	1.88	2.47	3.10	28	19	15	12	9
4	601882.SH	海天精工	19.51	0.26	0.71	0.92	1.18	1.48	75	27	21	17	13
5	300607.SZ	拓斯达	12.38	1.94	0.15	0.47	0.60	0.67	6	83	26	21	19
6	000657.SZ	中钨高新	13.77	0.23	0.48	0.65	0.85	1.06	60	29	21	16	13
7	688059.SH	华锐精密	103.50	2.70	3.85	4.57	6.25	8.05	38	27	23	17	13
8	688308.SH	欧科亿	56.80	1.43	2.22	2.84	3.71	4.96	40	26	20	15	11
9	603298.SH	杭叉集团	14.26	0.97	1.05	1.16	1.38	1.68	15	14	12	10	9
10	600761.SH	安徽合力	12.36	0.99	0.86	1.04	1.32	1.89	12	14	12	9	7
11	300124.SZ	汇川技术	62.20	1.21	1.36	1.59	2.06	2.63	51	46	39	30	24
12	688320.SH	禾川科技	45.69	0.96	0.97	0.99	1.51	2.08	48	47	46	30	22
13	300747.SZ	锐科激光	24.13	1.03	1.10	0.72	1.11	1.57	23	22	34	22	15
14	688188.SH	柏楚电子	228.66	3.70	5.46	5.63	7.90	10.40	62	42	41	29	22
15	002747.SZ	埃斯顿	19.00	0.15	0.14	0.23	0.36	0.52	127	136	82	52	37
16	688017.SH	绿的谐波	115.00	0.82	1.57	1.53	2.16	2.93	141	73	75	53	39
17	300415.SZ	伊之密	20.12	0.73	1.16	1.14	1.41	1.72	28	17	18	14	12
	中位数								48	29	26	17	13
	平均数								59	45	33	23	18

来源：Wind，国金证券研究所（注：除合锻智能、中钨高新、华锐精密、欧科亿、禾川科技、锐科激光、柏楚电子，其余公司均取万得一致预测，估值取 2022 年 10 月 14 日）

4、风险提示

- **疫情失控的风险。**当前全国重心都在疫情防控，若疫情持续发酵失控，将严重影响到企业复工复产进程，市场有效需求将持续被抑制，从而影响通用机械行业的需求恢复。
- **原材料价格波动的风险。**通用机械行业处于产业链中游，原材料大幅上涨使得成本大幅增长，若原材料成本上升不能顺利传导到下游，则将影响到中游通用机械行业的盈利能力。
- **新兴行业发展不及预期。**我国制造业大而全，相对于专用设备而言，通用机械下游需求领域较多，整体呈现较强的需求韧性。但需求增量主要来自于锂电、光伏等新兴产业的投资。若我国新兴行业发展不及预期，将影响通用机械行业的需求能力。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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

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

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402