中性 ——维持

日期：2020 年 09 月 07 日

行业：机械设备

补库存周期来临，行业景气向上

—2020 年机械行业秋季投资策略

分 析 师 倪瑞超
Tel 021-53686179
E-mai niruichao@shzq.com
SAC 证书编号：S0870518070003

报告编号： NRC20-AIT15
首次报告日期：

相关报告：

■ 主要观点

补库存周期来临，行业迎来最佳投资机会

从工业企业利润来看，Q2 同比转正，7 月份同比增速继续扩大。工业企业利润进一步改善，预计下半年工业企业将开启新一轮补库存周期，企业将有动力加大资本开支，带来机械行业需求向上。机械行业面临的宏观环境比上半年好，行业的投资机会也将更多。建议从确定性和基本面改善方面优选行业，建议关注工程机械、通用自动化、制造服务等细分行业。

工程机械：依然是确定性和性价比高的行业

2020 年 Q2 工程机械行业内公司业绩都实现高增长，龙头市场份额进一步提升。从行业来看，以挖掘机为代表的工程机械主机 Q3 销售预计继续高增长，全年预计所有产品 20%增长。展望明年行业的驱动因素：更新换代、基建、人力替代等驱动因素依然存在，不存在大幅度下滑的风险。建议关注行业内市场份额不断提高，有成长性业务的公司，推荐：中联重科。

通用自动化：行业景气复苏

PMI、工业企业利润均在逐月改善，PMI 已经连续 5 个月处于荣枯线以上，从工业企业利润来看，2020Q1 同比下降 36.7%，Q2 同比增长 4.8%，7 月份进一步度提升至 19.6%。随着工业企业利润的恢复，预计工业企业下半年将开启新一轮补库存周期，加大资本开支，增加对自动化设备的需求。在疫情冲击下，企业机器换人步伐加速，工业机器人已经连续多个月增长；而激光、塑机、工业机器人等全球龙头 Q2 在中国都实现了复苏。多方验证通用自动化行业边际持续改善。建议关注通用自动化中激光、工业机器人、注塑机等细分行业企业，推荐：锐科激光、埃斯顿。

服务型制造公司：长坡厚雪，需求向上

从长期看，服务型制造市场属于长坡厚雪的行业。从短期看，由于制造服务行业属于人输出的行业，上半年疫情造成冲击较大，累计的订单将在下半年释放。建议关注检测服务、塔吊租赁、工业气体等细分行业。检测服务：上半年疫情冲击造成订单延迟，下半年将迎来释放。塔吊租赁：行业高景气，下半年基建加速，新接订单依然乐观。工业气体：Q2 行业边际改善，下半年经济复苏，将带来气价上行。推荐：广电计量、建设机械、杭氧股份。

■ **风险提示：**1）、宏观经济需求放缓；2）、行业竞争加剧。

■ 数据预测与估值：

重点关注股票业绩预测

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE（倍）			PBR	投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E		
中联重科	000157	8.48	0.55	0.85	1.01	15	10	8	1.5	增持
锐科激光	300747	73.22	1.13	0.88	1.27	65	83	58	9.2	增持
埃斯顿	002747	19.29	0.08	0.17	0.22	246	110	89	9.9	谨慎增持
广电计量	002967	32.31	0.32	0.43	0.62	101	75	53	11.9	增持
建设机械	600984	23.64	0.52	0.75	1.21	45	31	19	4.2	增持
杭氧股份	002430	100.89	0.66	0.73	0.85	33	30	26	3.5	增持

数据来源：WIND 上海证券研究所

目 录

一、补库存周期来临，机械行业迎来最佳投资机会 6
1.1 机械行业今年以来表现回顾 6
1.2 补库存周期来临，机械行业景气向上 7
二、工程机械：依然是确定性和性价比高的行业 8
2.1 需求确定 8
2.2 行业销售确定 10
2.3 龙头企业市占率提升，加速改革 11
2.4 投资策略： 12
三、通用自动化：行业景气复苏 12
3.1 下半年整个通用自动化行业的景气度复苏 12
3.2 多个细分子行业在复苏 16
3.3 投资策略： 17
四、服务型制造公司：长坡厚雪，需求向上 17
4.1 检验检测行业：好赛道中诞生好公司 17
4.2 塔吊租赁：短期看行业景气度提升，长期看集中度提升 20
4.3 工业气体：周期性减弱，全球工业气体行业迎来估值向 23
五、投资建议 25
六、风险提示 25

图

图 1 机械行业今年以来表现 6
图 2 机械行业估值 6
图 3 机械行业涨跌幅前 10 6
图 4 机械行业市值前十股票涨跌幅 6
图 5 工业企业:利润总额:累计同比 7
图 6 工业企业:产成品存货:累计同比 8
图 7 固定资产投资完成额:制造业:累计同比 8
图 8 专项债券发行规模（亿元） 9
图 9 基础设施投资 yoy（%） 9
图 10 房地产开发投资完成额:累计同比（%） 9
图 11 挖掘机出口销量及增速 10
图 12 2020 年全年季度挖掘机销量及增速 10
图 13 2020 年全年月度挖掘机销量及增速 10
图 14 挖掘机分国别占有率 11
图 15 挖掘机分企业占有率 11
图 16 挖掘机按照吨位占比 12
图 17 PMI 14
图 18 PPI 14
图 19 工业企业:利润总额:累计同比 14
图 20 汽车制造:利润总额:累计同比 15
图 21 计算机、通信和其他电子设备制造业:利润总额:累计同比 15
图 22 工业企业:产成品存货:累计同比 15
图 23 固定资产投资完成额:制造业:累计同比 16
图 24 固定资产投资完成额:制造业:汽车制造业 16
图 25 固定资产投资完成额:制造业:计算机、通信和其他电子设备制造业 16
图 26 工业机器人当月产量及增速 17
图 27 注塑机行业上半年情况 17
图 28 IPG 中国销售额 17
图 29 锐科激光单季度营业收入 17
图 30 检验检测服务行业市场规模 18
图 31 检验检测规模以上机构收入及占比 18
图 32 民营检验检测机构数量占机不断提高 18
图 33 SGS 营业收入及增速 19
图 34 SGS 利润及增速 19
图 35 检测公司人员数量 19
图 36 检测公司人均创收 19
图 37 屋新开工面积与竣工面积同比增速差值 20
图 38 装配式建筑塔吊需求量预估 20
图 39 庞源租赁吨米利用率 21
图 40 庞源新单指数 22

图 41 庞源签约量 22
图 42 塔吊租赁企业数量 22
图 43 塔吊租赁公司 2018 年市场占有率 22
图 44 LINDE 股价及 PE 23
图 45 空气化工产品股价及 PE 23
图 46 LINDE 收入和净利润 23
图 47 空气化工产品收入和净利润 23
图 48 杭氧股份收入和净利润 24
图 49 杭氧股份气体销售和空分设备收入 24
图 50 PMI 25
图 51 PPI 25

表

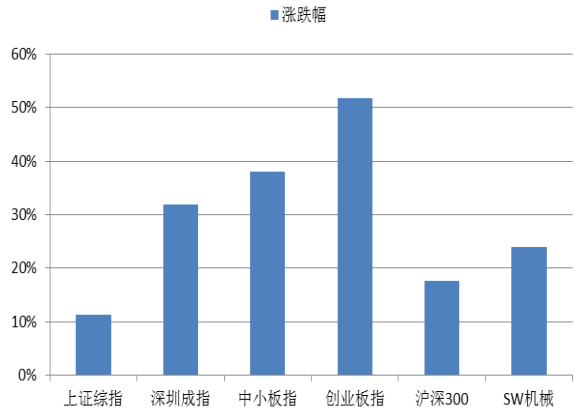
表 1 工业机器人销量与库存周期的关系 13
表 2 工业气体价格 24
表 3 重点关注股票业绩预测 25

一、补库存周期来临，机械行业迎来最佳投资机会

1.1 机械行业今年以来表现回顾

机械行业整体表现尚可。截止到 2020 年 8 月 31 日，上证综指上涨 11.33%，深证成指上涨 31.90%，中小板指上涨 38.03%，创业板指上涨 51.73%，沪深 300 指数上涨 17.57%，申万机械行业指数上涨 24.02%，机械行业跑赢上证指数、沪深 300 指数，跑输其他指数。板块估值（历史 TTM-整体法）市盈率为 52.99 倍，板块估值处于历史中低位。

图 1 机械行业今年以来表现



数据来源：WIND 上海证券研究所

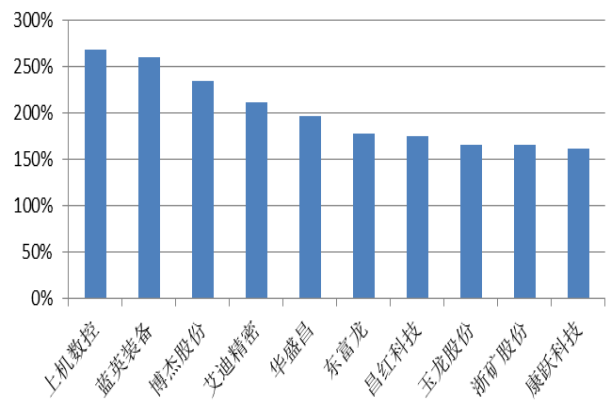
图 2 机械行业估值



数据来源：WIND 上海证券研究所

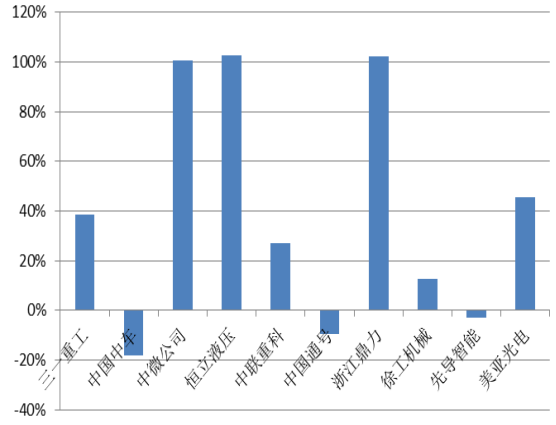
今年以来机械行业业绩较好的成长性个股取得了超额收益。截止到 2020 年 8 月 31 日，今年以来机械行业次新股，涨幅较好。而从具体板块来看，工程机械、半导体设备、光伏设备等涨幅较好。而从机械行业市值前十的公司来看，业绩较好的成长性个股取得了超额收益，其中中微公司（涨幅 100.64%）、浙江鼎力（涨幅 102.12%）、恒立液压（涨幅 102.81%）等个股涨幅较大。

图 3 机械行业涨跌幅前 10



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 4 机械行业市值前十股票涨跌幅



数据来源：WIND 上海证券研究所

1.2 补库存周期来临，机械行业景气向上

我们判断整体制造业补库存周期将来临，制造业将迎来资本开支向上，机械行业下游面临的需求将好于上半年，行业将迎来景气向上，行业将迎来最佳投资机会。

工业企业利润 5 月份转正并且持续改善。2020 年 1-7 月份工业企业:利润总额:累计同比-8.1%；其中 7 月份单月同比 19.6%，工业企业利润 5 月份转正；6 月份单月同比 11.5%，7 月份同比 19.6%，利润持续改善，而且放大。主要原因包括工业生产和销售增长加快，工业品价格降幅收窄，单位成本下降，装备制造业利润增长加快，汽车、电子等重点行业拉动作用尤为突出。

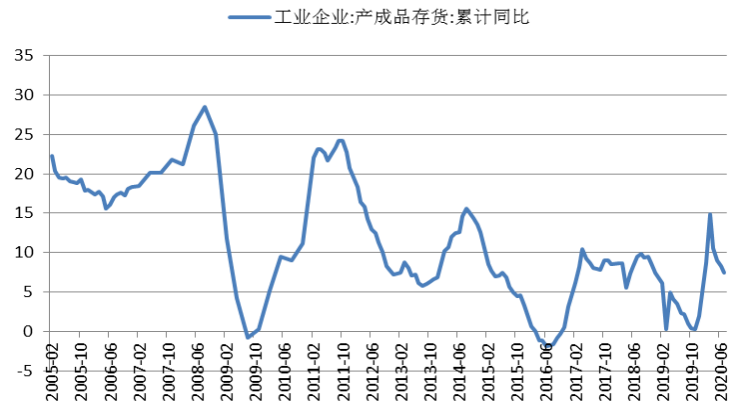
图 5 工业企业:利润总额:累计同比



数据来源：WIND 上海证券研究所

库存被动抬升以后进入被动去库存阶段，未来将进入到主动补库存。原本预期 2020 年初有望开启新一轮库存周期。但是疫情对实体经济活动产生了较大的冲击。造成销售不畅，对产品销售端的冲击比生产端更大，存货被动积压。疫情的冲击是暂时的，随着需求的回升，工业企业产成品又回到被动去库存。从工业企业:产成品存货类别同比增速来看，2020 年 1-7 月份其数据为 8.7%、14.9%、10.6%、9%、8.3%、7.4%。4、5、6、7 月份其库存已经连续 4 个月下降。未来随着疫情带来的库存抬升去库存完成以后，将进入新一轮补库存的周期，预计将在下半年正式开启此来的新一轮的补库存周期。

图 6 工业企业:产成品存货:累计同比



数据来源：WIND 上海证券研究所

制造业投资改善。从制造业投资来看，2020 年 1-7 月份制造业固定资产投资完成额累计同比下降 10.2%，虽然同比依然下滑，但是较 6 月份已经收窄。从企业行业来看，2020 年 1-7 月份汽车制造业固定资产投资累计同比下滑 19.9%，较 6 月份继续收窄。计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资累计同比增长 10.7%，较 6 月份的 9.4%继续扩大。

图 7 固定资产投资完成额:制造业:累计同比



数据来源：WIND 上海证券研究所

机械行业全年投资建议。建议从确定性和基本面改善方面优选行业，建议关注工程机械、通用自动化、制造服务等细分行业。

工程机械：依然是确定性和性价比高的行业。

通用自动化：行业景气复苏。

服务型制造公司：长坡厚雪，需求向上。

二、工程机械：依然是确定性和性价比高的行业

2.1 需求确定

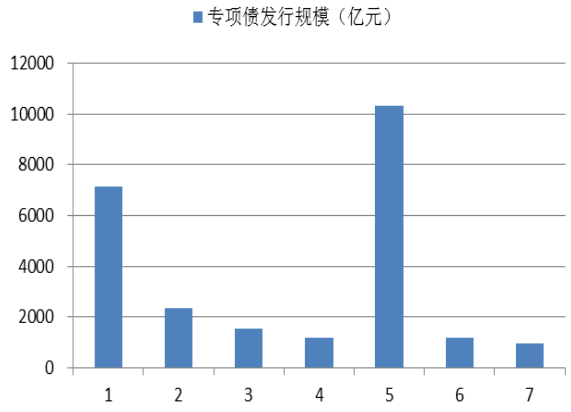
工程机械行业主要是面向下游的施工，产品种类很多，其中最

主要的三大类产品：挖掘机、混凝土机械、起重机。挖掘机领先混凝土机械 3-4 个月，起重机 6 个月-1 年。分别对应开挖、搅拌、吊装等工序。以挖掘机为例，其需求主要包括四个方面：基建、房地产、更新、出口。目前整体来看，全年下游需求确定。

基建：专项债助力，增速即将转正。今年预计专项债发行规模为 3.75 万亿元，同比增长 74.4%。2020 年 1-7 月份专项债累计发行 2.47 万亿元，同比增长 27%。

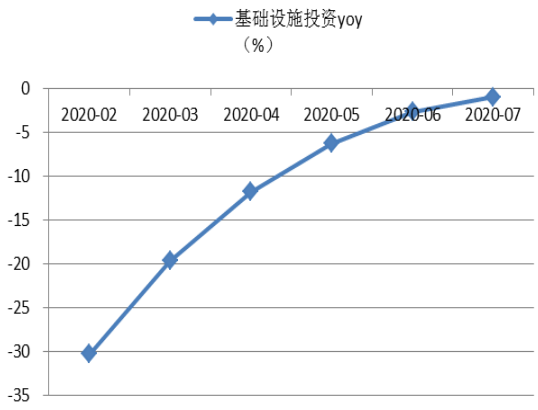
充足的资金保障了基建项目的开工，2020 年 1-7 月份基础设施投资同比下降 1.0%，降幅持续收窄。预计基建投资将很快转正，全基建投资增速预计在 10%。

图 8 专项债券发行规模（亿元）



数据来源：WIND 上海证券研究所

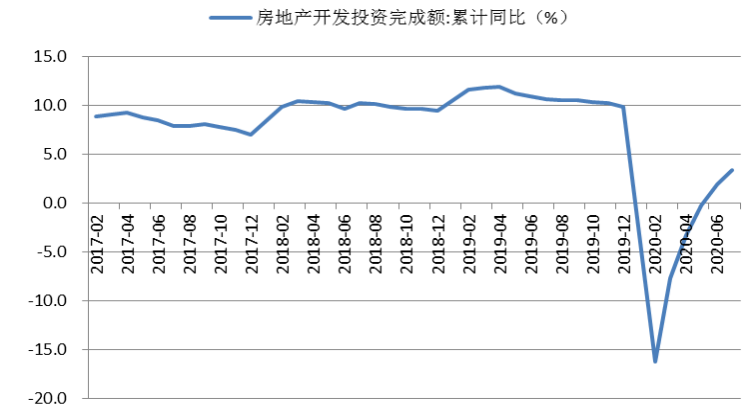
图 9 基础设施投资 yoy（%）



数据来源：WIND 上海证券研究所

房地产：复苏超预期。疫情过后房地产复苏超预期，房企拿地积极。2020 年 1-7 月份房地产开发投资完成额累计同比增长 3.4%，同比大幅度改善，全年房地产投资增速预计在 3%。

图 10 房地产开发投资完成额:累计同比（%）



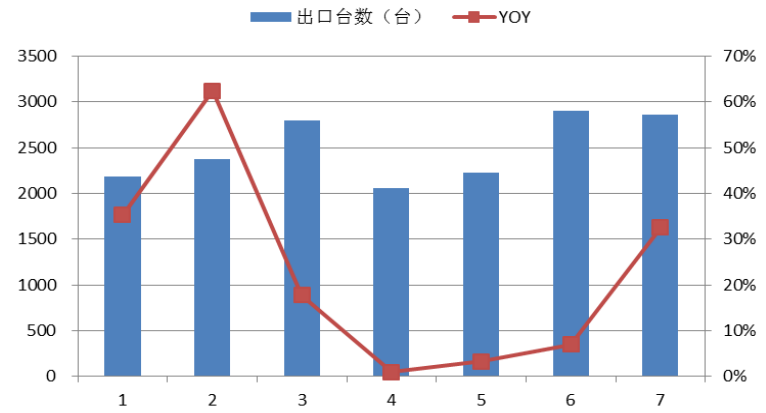
数据来源：WIND 上海证券研究所

更新部分：保持较高的更新比例。预计在环保政策趋严的背景下，依然保持较高的更新比例。环保排放标准升级，进一步促进更新换代。目前部分地区对于国三以下的工程机械禁行、禁止施工，

未来工程机械将实行排放标准国三升国四。而从混凝土机械和起重机来看，其属于重型柴油车，将从国五升级到国六的排放标准要求。环保标准的升级，将进一步促进工程机械的更新换代。

出口方面：出口增速好于预期。国内挖掘机出口的主要市场包括印度、非洲、中亚，这些地区受疫情影响，但目前来看整体还是可控。随着疫情的控制，需求有望回补。7 月份出口 2857 台，同比增长 32.5%。1-7 月份累计出口 17389 台，同比增长 20%。疫情冲击过后，出口开始修复。年预计出口增速为 25%。

图 11 挖掘机出口销量及增速

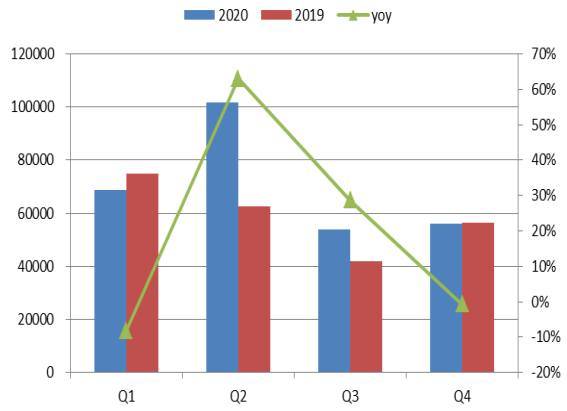


数据来源：WIND 上海证券研究所

2.2 行业销售确定

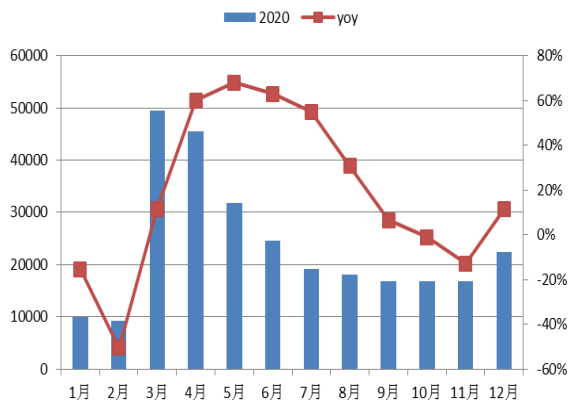
下半年挖掘机销售依然乐观。根据以上的需求测算，我们预计 2020 年挖掘机销量为 28.1 万台，同比增长 19%。预计 Q3 整个行业依然保持较高的景气。

图 12 2020 年全年季度挖掘机销量及增速



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 13 2020 年全年月度挖掘机销量及增速



数据来源：WIND 上海证券研究所

混凝土机械：全年销量增速上调，结构持续优化。更新换代、下游旺盛的需求将使得混凝土机械 2020 年销售比较乐观。挖掘机领先混凝土机械 3-4 个月，而目前挖掘机市场销售火爆，上调 2020

年混凝土行业增速 15%-20%。从未来看，随着更新高峰来临，长臂架泵车占比将提升，搅拌车销售回归法规车，促进销量。目前泵车是两分天下，而搅拌车竞争格局较为分散，但目前正向龙头集中。随着长臂泵车销售占比的提升，未来混凝土机械毛利率还将继续提升。

起重机：Q3 增速预计乐观，结构优化。2020 年汽车起重机行业销量增速预计为 5%~10%。销售趋势预计增速中间高，两端低。目前 25T 产品占比大，但是中大吨位占比在提升。目前汽车起重机呈现出三分天下的局面，但是市占率也有变化。随着价格端稳定，结构改善，未来毛利率还有提升空间。

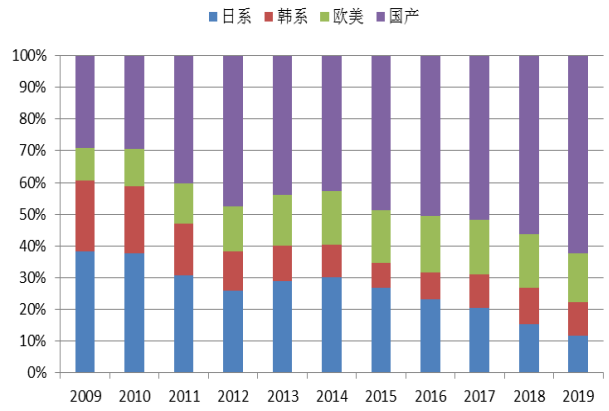
2.3 龙头企业市占率提升，加速改革

市场结构：国内龙头企业占比提升是趋势。翻开挖掘机多年的趋势来看，呈现出国产企业进、日韩退、欧美有所上升的局面。日韩在 2009 年市场占有率达到 59.1%，而国产企业只占比 28.4%；到了 2019 年（1-9 月份），日韩占比 22.1%，国产占比 62.2%。而欧美总体有所上升，但近几年有所下降，欧美在 2009 年占比为 10.2%，在 2016 年达到最高的 17.6%，这几年波动有所下降，2019 年（1-9 月份）占比为 15.6%。

之所以呈现以上的局面，主要在于国内以三一重工为代表的挖掘机企业快速成长，产品竞争力不断加强，市场占有率的提升是公司产品和市场竞争能力提高的结果体现。

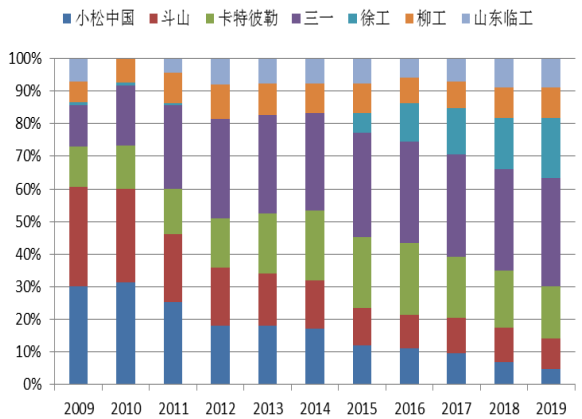
2009 年三一市占率为 6.5%，2019 年(1-9 月份)市占率为 25.6%；2009 年徐工市占率为 0.5%，2019 年（1-9 月份）市占率为 14.1%。反观日韩的代表企业，小松和斗山，市场占有率都较 2009 年大幅度下滑。整体来看，我们认为未来国内企业市场占有率依然有提升的空间。

图 14 挖掘机分国别占有率



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 15 挖掘机分企业占有率

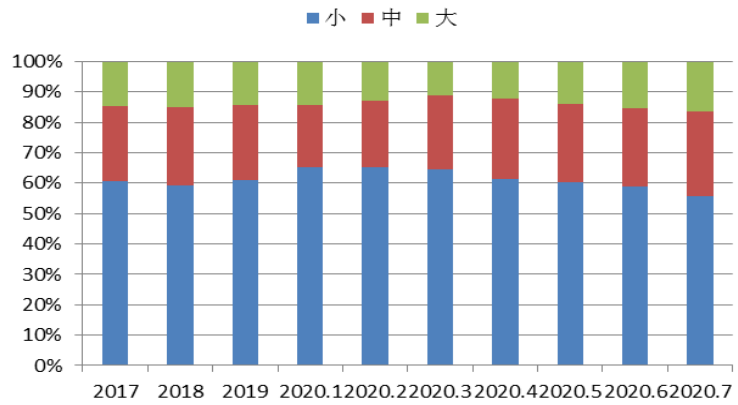


数据来源：WIND 上海证券研究所

产品结构：小挖占比提升是趋势，中大挖增速开始发力。从销

售结构来看，小挖继续保持较高的增速，但是中大挖也开始发力。7 月份小挖销售 9086 台，同比增长 58.6%；中挖销售 4530 台，同比增长 65.3%；大挖销售 2637 台，同比增长 53.3%。从占有率来看，7 月份小、中、大的占比分别为 55.9%、27.9%、16.2%，环比-2.9pct、+2.0pct、+0.8pct；同比-0.3pct、+1.0pct、-0.7pct。中大销售发力，说明下游重大工程和矿产施工已经全面开工，中大挖的占比改善，行业结构优化，提升主要公司的盈利能力。但是从年度来看，大挖占比下降，小挖占比提升是趋势。

图 16 挖掘机按照吨位占比



数据来源：WIND 上海证券研究所

龙头企业加速改革。中联重科非公开发行引入战略投资者，募集资金 66 亿元，投入 5 个募投项目。引入战略投资者可以产生较好的协同效应，其中管理层入股，可以很好的解决公司治理问题，对管理层产生很好的激励。而从募投项目来看，其中的挖掘机械智能制造项值得期待，将显著提高公司挖掘机的生产效率，未来土方机械将成为公司新的增长点。徐工机械控股股东混改已进入到挂牌阶段，从股权结构来看，本次混改力度非常大，公司未来值得期待。三一重工预计将很快完成对三一汽车金融的收购，加速制造服务的布局。

2.4 投资策略：

建议关注工程机械板块的龙头主机和具有成长性业务的公司中联重科（000157）。

三、通用自动化：行业景气复苏

3.1 下半年整个通用自动化行业的景气度复苏

通用自动化行业包括工业机器人、机床、注塑机、压铸机、激光设备等应用于制造业加工的设备。

通用自动化行业的投资逻辑。经济景气向上的时候，PMI 走强，

随后产成品价格 PPI 上涨，带动企业盈利修复，工业企业利润修复会拉动相关生产和主动补库存的过程，当生产供不应求、企业盈利状况持续改善时候，企业会加大资本开支，反映为制造业投资增速上行。

以工业机器人为例，其销量与工业企业的库存周期相关。通过复盘，在工业企业补库存的前期，工业机器人销量通常较高，而在去库存的周期，其销量通常下滑。

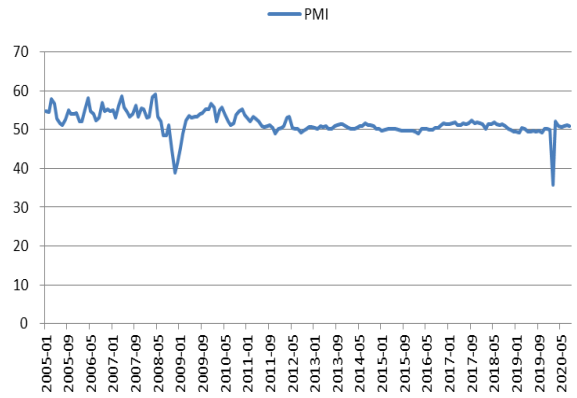
表 1 工业机器人销量与库存周期的关系

年份	中国工业机器人销量（台）	yoy	库存周期
2001	700		
2002	522	-25.4%	去库存
2003	1451	178.0%	补库存
2004	3493	140.7%	补库存
2005	4461	27.7%	去库存
2006	5770	29.3%	补库存
2007	6581	14.1%	补库存
2008	7879	19.7%	补库存
2009	5525	-29.9%	去库存
2010	14978	171.1%	补库存
2011	22577	50.7%	补库存
2012	22987	1.8%	去库存
2013	36560	59.0%	去库存
2014	57096	56.2%	补库存
2015	68556	20.1%	去库存
2016	87000	26.9%	去库存
2017	137920	58.5%	补库存
2018	135463	-1.8%	去库存

数据来源：WIND 上海证券研究所

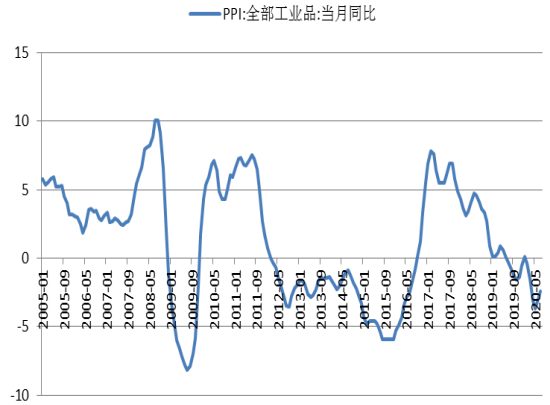
PMI 持续处于扩张区间。制造业 PMI 连续 6 个月处于扩张区间，显示经济持续复苏。7 月份制造业 PMI 为 51.0%，较 6 月份下降 0.1pct，略有下降，但是整体依然处于景气区间。需求继续恢复，供需循环逐步改善。新订单指数为 52.0%，高于上月 0.3 个百分点，连续 4 个月回升。

图 17 PMI



数据来源：WIND 上海证券研究所

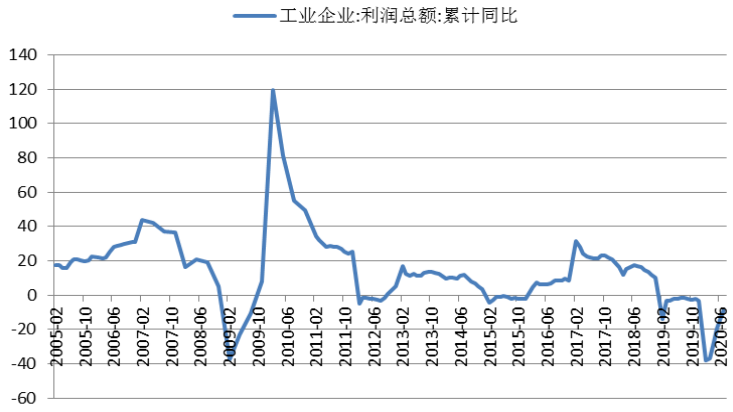
图 18 PPI



数据来源：WIND 上海证券研究所

工业企业利润 5 月份转正并且持续改善。2020 年 1-7 月份工业企业:利润总额:累计同比-8.1%；其中 7 月份单月同比 19.6%，工业企业利润 5 月份转正；6 月份单月同比 11.5%，7 月份同比 19.6%，利润持续改善，而且放大。主要原因包括工业生产和销售增长加快，工业品价格降幅收窄，单位成本下降，装备制造业利润增长加快，汽车、电子等重点行业拉动作用尤为突出。

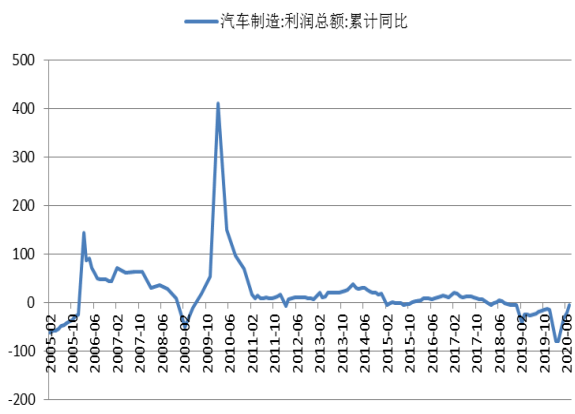
图 19 工业企业:利润总额:累计同比



数据来源：WIND 上海证券研究所

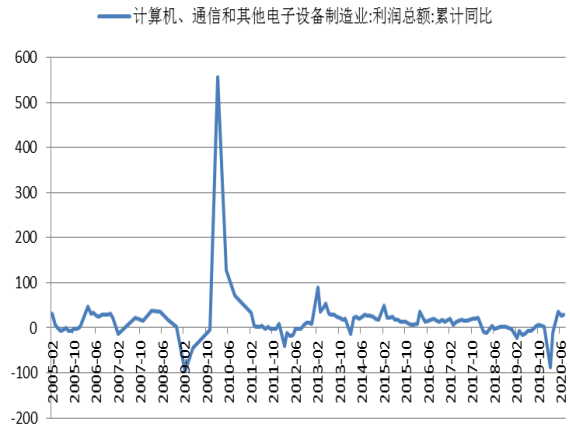
分行业看，2020 年 1-7 月份汽车制造:利润总额:累计同比下滑-5.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业:利润总额:累计同比增长 28.7%。。汽车制造和计算机、通信和其他电子设备制造业从 4 月份开始均实现了利润转正，而且这两个月利润改善明显。

图 20 汽车制造:利润总额:累计同比



数据来源：WIND 上海证券研究所

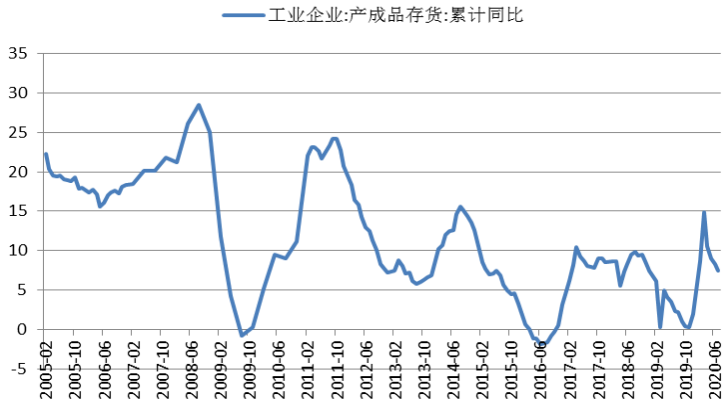
图 21 计算机、通信和其他电子设备制造业:利润总额:累计同比



数据来源：WIND 上海证券研究所

库存被动抬升以后进入被动去库存阶段，未来将进入到主动补库存。原本预期 2020 年初有望开启新一轮库存周期。但是疫情对实体经济活动产生了较大的冲击。造成销售不畅，对产品销售端的冲击比生产端更大，存货被动积压。疫情的冲击是暂时的，随着需求的回升，工业企业产成品又回到被动去库存。从工业企业:产成品存货类别同比增速来看，2020 年 1-7 月份其数据为 8.7%、14.9%、10.6%、9%、8.3%、7.4%。4、5、6、7 月份其库存已经连续 4 个月下降。未来随着疫情带来的库存抬升去库存完成以后，将进入新一轮补库存的周期，预计将在下半年正式开启此来的新一轮的补库存周期。

图 22 工业企业:产成品存货:累计同比

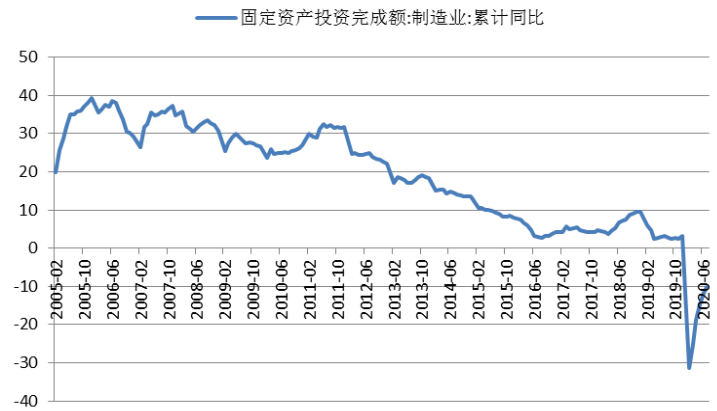


数据来源：WIND 上海证券研究所

制造业投资改善。从制造业投资来看，2020 年 1-7 月份制造业固定资产投资完成额累计同比下降 10.2%，虽然同比依然下滑，但是较 6 月份已经收窄。从企业行业来看，2020 年 1-7 月份汽车制造业固定资产投资累计同比下滑 19.9%，较 6 月份继续收窄。计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资累计同比增长 10.7%，较

6 月份的 9.4%继续扩大。

图 23 固定资产投资完成额:制造业:累计同比



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 24 固定资产投资完成额:制造业:汽车制造业



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 25 固定资产投资完成额:制造业:计算机、通信和其他电子设备制造业



数据来源：WIND 上海证券研究所

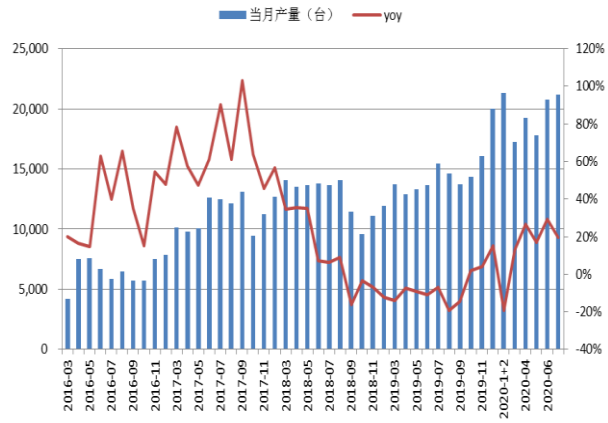
3.2 多个细分子行业在复苏

工业机器人：行业复苏超预期。2020 年 1-7 月工业机器人人产量为 115976 台，同比增长 10.4%；其中 7 月份产量为 21170 台，同比增长 19.4%。工业机器人行业呈现出持续复苏的态势，

注塑机：2 季度产销提速显著。1 季度产量、营业收入和利润总额分别同比下滑 63%、23%和 43%。2 季度复苏明显，产量同比增长 15%、较 1 季度环比增长 66%；营业收入同比增长 36%、环比增长 80%；利润总额同比增长 96%、环比增长 312%。

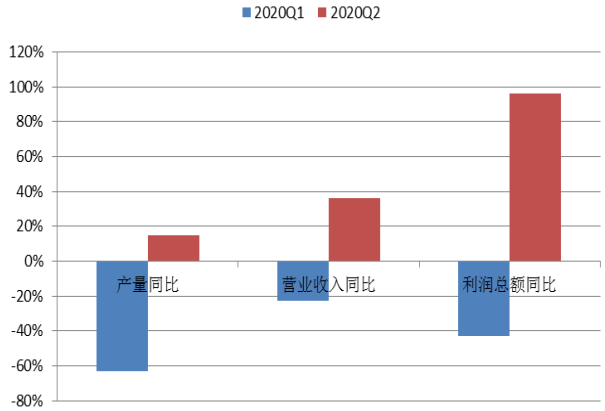
激光器行业：最差的时候已经过去。IPG 光电 2020Q2 在中国市场实现了环比增长一倍多，复苏超预期。锐科激光 2020Q2 实现收入 5.74 亿元，同比下降 6.42%，降幅收窄。

图 26 工业机器人当月产量及增速



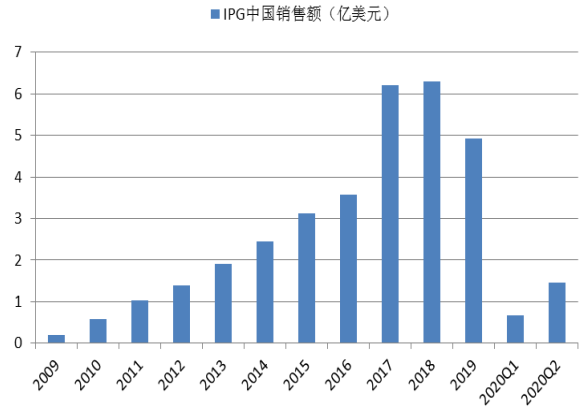
数据来源：WIND 上海证券研究所

图 27 注塑机行业上半年情况



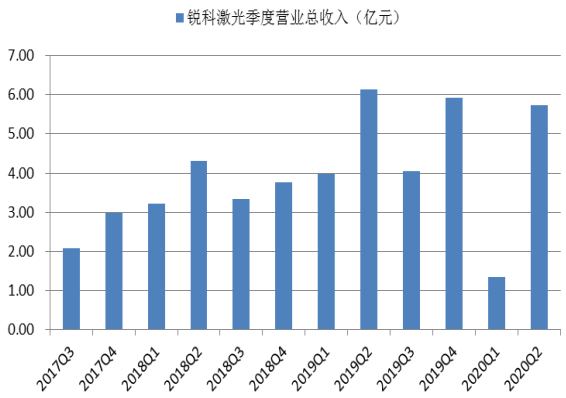
数据来源：WIND 上海证券研究所

图 28 IPG 中国销售额



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 29 锐科激光单季度营业收入



数据来源：WIND 上海证券研究所

3.3 投资策略：

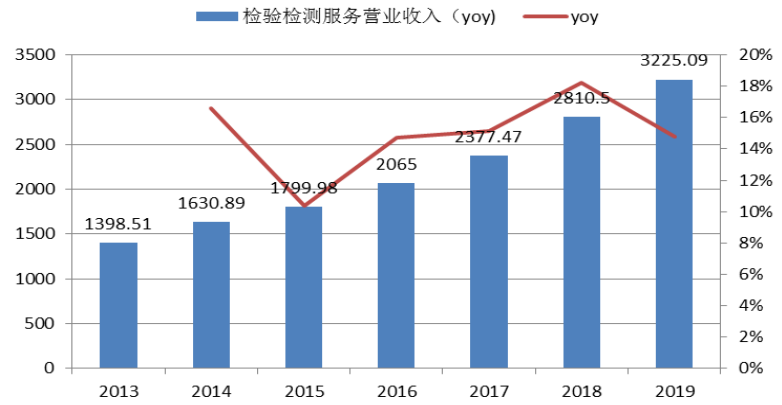
关注通用自动化细分行业的龙头公司锐科激光（300747）、埃斯顿（002747）、。

四、服务型制造公司：长坡厚雪，需求向上

4.1 检验检测行业：好赛道中诞生好公司

检验检测行业是好赛道，行业发展呈现出集中化、民营机构发展更快、新兴领域发展更快的特点。检验检测服务业作为少有的好赛道行业，随着社会对安全、环境等重视程度越来越高，行业每年都能保持两位数的增长。2019 年检验检测服务行业市场达到 3,225.09 亿元，同比增长 14.75%。

图 30 检验检测服务行业市场规模

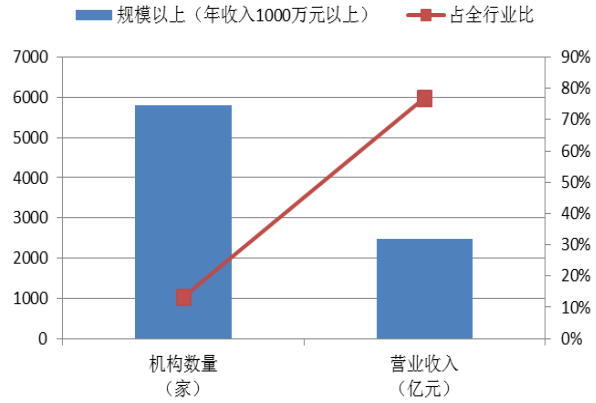


数据来源：市场监管总局 上海证券研究所

①检验检测市场集中化趋势明显。检 2019 年，全国规模以上（年收入 1000 万元以上）检验检测机构数量 5795 家，营业收入达到 2478.86 亿元。规模以上检验检测机构数量仅占全行业的 13.17%，但营业收入占比达到 76.86%，规模效应十分显著。

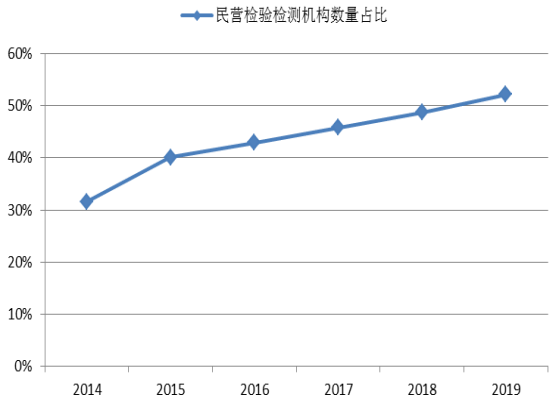
②民营检测机构迎来大发展。近六年，民营检验检测机构数量占机构总量的比重持续上升，分别为 31.59%、40.16%、42.92%、45.86%，48.72%、52.17%。

图 31 检验检测规模以上机构收入及占比



数据来源：市场监管总局 上海证券研究所

图 32 民营检验检测机构数量占机不断提高



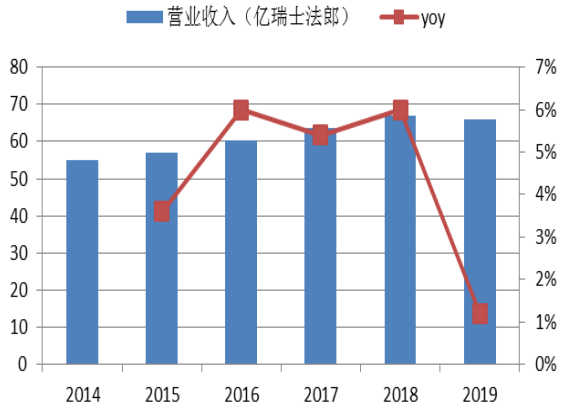
数据来源：市场监管总局 上海证券研究所

③新兴领域发展速度更快，比重不断提升。电子电器等新兴领域〔包括电子电器、机械（含汽车）、材料测试、医学、电力、能源和软件及信息化〕比重提高，发展速度比传统领域更快。2018 年，新兴领域共实现收入 457.07 亿元，同比增长 20.45%，增幅较上年提高 3.36pct，在行业总收入的比重为 16.26%，较上年上升 0.3 pct。传统领域〔包括建筑工程、建筑材料、环境与环保（不包括环境监测）、食品、机动车检验、农产品林业渔业牧业〕2018 年营收增速为 9.08%

从国外第三方检测龙头 SGS 来看，行业能够诞生大公司。从全

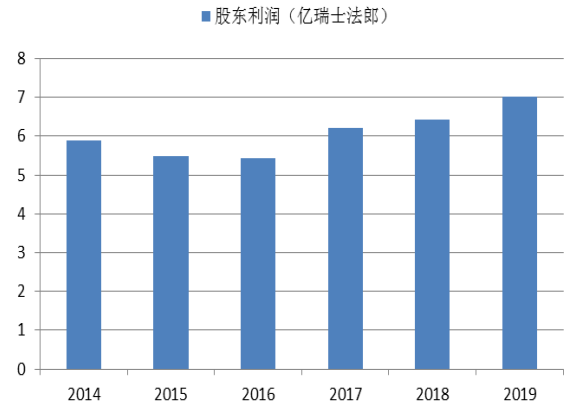
球第三方检测龙头 SGS 的发展来看，其营业收入一直保持稳定增长，2014-2018 年其营业收入复合增长率为 5.0%，2018 年营业收入达到 67.06 亿瑞士法郎，约合人民币 483 亿元；股东利润为 6.43 亿瑞士法郎，约合人民币 46 亿元。2019 年营业收入达到 66 亿瑞士法郎，约合人民币 475.2 亿元；净利润 7.02 亿元，约合人民币 50.54 亿元。SGS 的发展主要依靠内生和收购两者合计贡献，2018 年其内生增长为 4.2%，收购贡献的增长为 1.2%。2019 年内生增长为 2.6%。SGS 在各个行业都保持了稳定增长，特别是在油气和医药、农业和食品、消费和零售等行业销售收入占比大。

图 33 SGS 营业收入及增速



数据来源：WIND 上海证券研究所

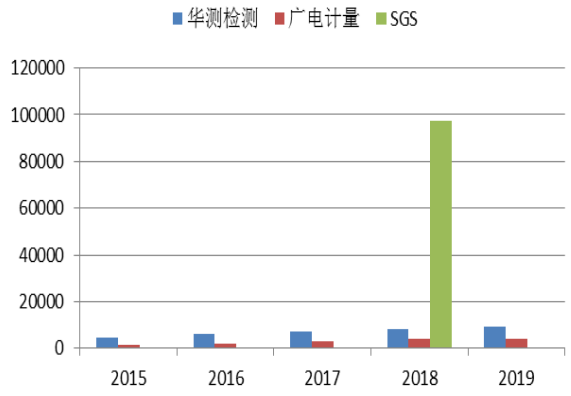
图 34 SGS 利润及增速



数据来源：WIND 上海证券研究所

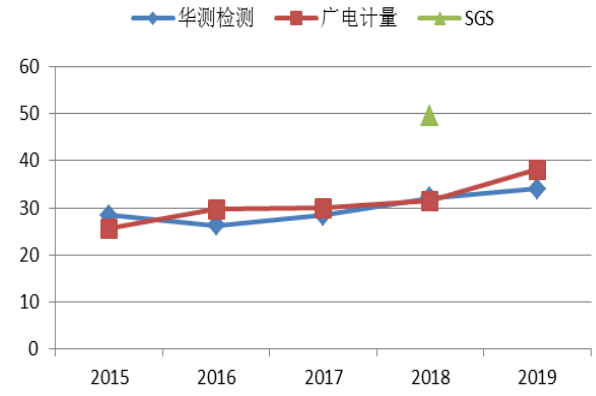
从人员数量和人均创收来看，国内企业依然有较大的增长潜力。而从人员数量和人均创收对比来看，国内的两家检测公司与 SGS 无论是从人员数量和人均创收方面都具有较大的距离，其中人员数量差距为 10 倍以上，而人均创收差距为 1.5 倍，未来国内公司无论从数量和效率上都有较大的提升潜力。

图 35 检测公司人员数量



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 36 检测公司人均创收



数据来源：WIND 上海证券研究所

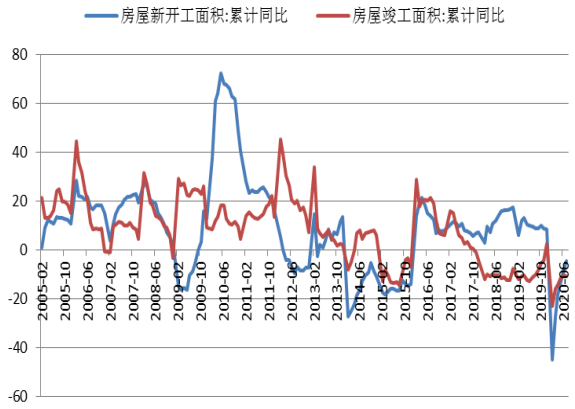
投资策略：重点关注检验检测中的优秀公司广电计量（002967）。

4.2 塔吊租赁：短期看行业景气度提升，长期看集中度提升

塔吊租赁属于新兴的服务行业塔吊租赁行业属于经营性租赁和湿租。其需要不断扩大资产规模做大做强，其扩大资产规模方式主要包括自有资金和做大财务杠杆。从利润表角度来看，其成本端最大占比是人工费用，其收入端是租金，不同于传统的融资租赁公司的利差收益，其更加类似于一般的服务业。

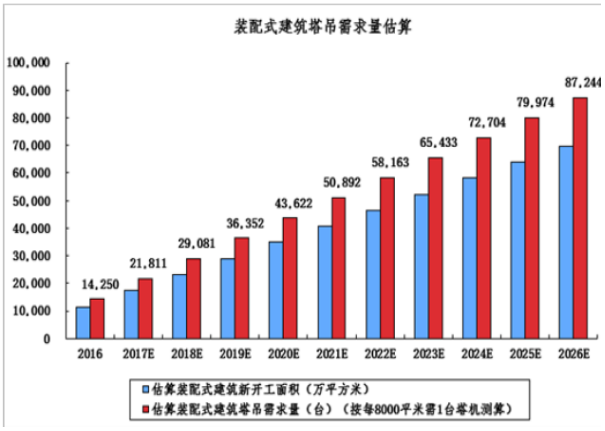
从下游需求看行业。房屋新开工面积与竣工面积同比增速差值对塔吊租赁收入具有前瞻，塔吊和塔吊租赁行业的景气度可以相互进行验证。2020 年政府推地速度加速，未来房地产新开工增速不悲观。而装配式建筑带来新的增量需求和结构优化，使得塔吊租赁行业进一步向好。

图 37 屋新开工面积与竣工面积同比增速差值



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 38 装配式建筑塔吊需求量预估



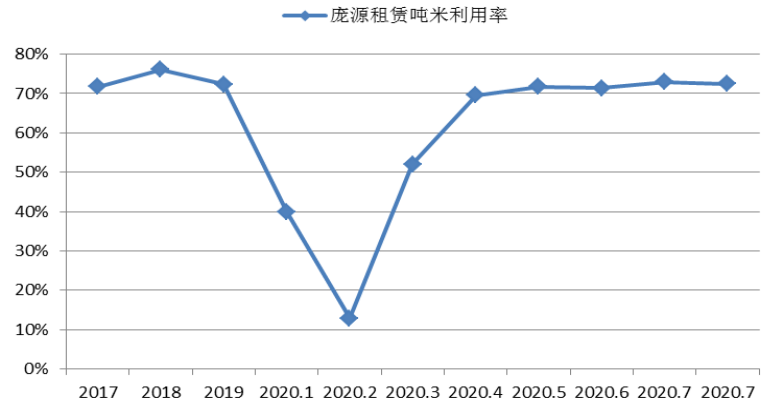
数据来源：庞源租赁 上海证券研究所

短期看：设备保有量逐步增加，设备利用率维持高位。年租金收入=（月平均租赁价格+月进出场费用）×12×设备台数×年度塔机出租率，从中可以看出影响公司月度收入的主要因素包括设备保有量和塔机设备利用率

根据公司的官网数据，公司塔吊保有量，2019 年底为 6000 台，截止到 2020 年 7 月 30 日为 7000 台，预计到 2020 年底将超过 8000 台，塔吊保有量持续上升。

而从庞源租赁的塔吊吨米利用率情况来看，Q1 受疫情影响，吨米利用率较低，Q2 快速恢复，2020 年 7 月份为 72.9%，8 月份为 72.5%，超过去年全年的利用率。目前整个吨米利用率保持高位。

图 39 庞源租赁吨米利用率



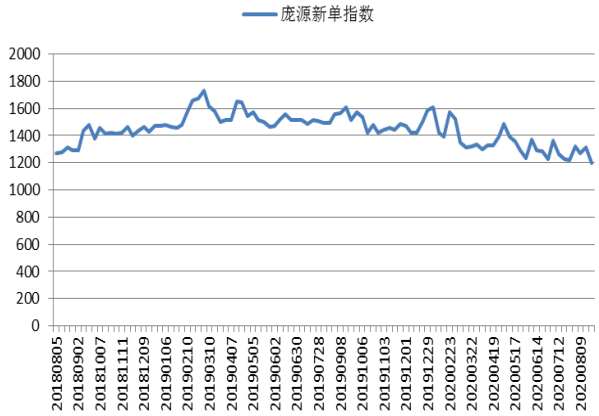
数据来源：庞源租赁 上海证券研究所

中期：上半年签约量同比大增，短期波动不改全年向好趋势。由于新签订单到最终的确认收入存在一定的周期，所以新签订单可以作为公司未来一段时间景气度的判断。

行业内塔吊租赁龙头企业庞源租赁发布的庞源指数很好的反应了塔吊租赁价格变动的指数。庞源指数的基础数据为不含税的裸机吨米日单价，即：去税裸机日租金/其吨米数。以 2015 年 7 月 1 日为数据起始点，新单时间单位为周，并以前 5 个数据的均值 ma(5)做为 1000 点。新单指数即为一周内新接单的约定价格转换为相应的点数，通过指数的起伏和走势反映出塔机租赁市场的趋势。公司目前新单指数维持在 1200-1300 点左右上下波动，总体呈现出价稳的局面。

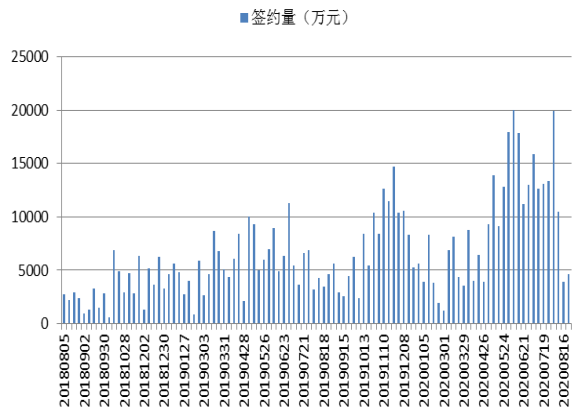
受疫情影响，公司 2 月份新签订订单量同比大幅度下滑，但是 3 月份已经改善。4 月份同比转正。4 月份公司开展“借力陕建机定增发行成功，百日接单 20 亿元”为主题的劳动竞赛活动，竞赛周期为 2020 年 5 月 1 日至 2020 年 8 月 8 日。圆满的完成了 20 亿元的接单目标。这两周新签订单环比有所下降，但是从历史来看 10 月份有望再次迎来签单高峰。

图 40 庞源新单指数



数据来源：庞源租赁 上海证券研究所

图 41 庞源签约量



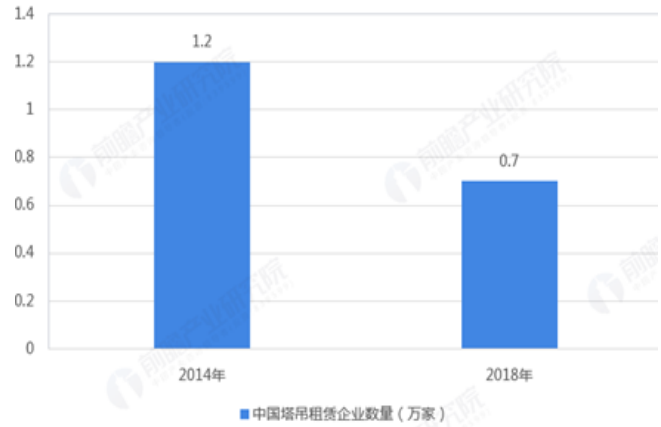
数据来源：庞源租赁 上海证券研究所

长期看，行业集中度的提升。2014 年，中国塔吊租赁企业数量为 1.2 万家，经历一轮周期调整后，到 2018 年企业数量只剩下约 7000 多家。以 2019 年的市场规模来测算市场占有率，庞源租赁 2019 年收入 29.27 亿元，市场占有率 3.42%；紫竹慧 2019 年收入 3.63 亿元，市场占有率 0.42%。行业未来的集中度依然有提升的空间。

而从几家主流公司的收入变化来看，庞源租赁作为龙头企业收入逐渐增长，从 2013 年的 9 亿元增长到 2019 年的 19 亿元，再到 2019 年的 29 亿元。而第二梯队的紫竹慧收入依然徘徊在 3 亿元左右，从侧面验证了龙头企业有望凭借优势，不断增大规模，提升市场占有率。

预计从行业的资质、经验、管理优势，规模和资金优势，结构性特点使得龙头公司做大做强，不断提升市场占有率。

图 42 塔吊租赁企业数量



数据来源：前瞻产业研究院 上海证券研究所

图 43 塔吊租赁公司 2018 年市场占有率



数据来源：WIND 上海证券研究所

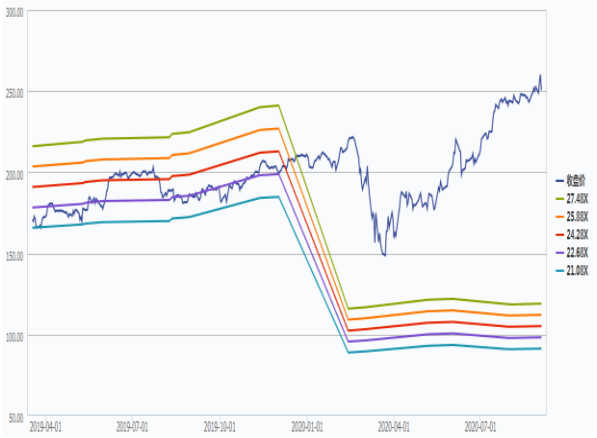
投资策略：建议关注塔吊租赁龙头公司建设机械（600984）。

4.3 工业气体：周期性减弱，全球工业气体行业迎来估值向

全球工业气体公司价值重估。目前全球工业气体行业共有三家龙头企业，包括林德集团、法液空集团、美国空气化工产品，三家共占据了全球 70%的市场份额。这三家公司今年以来股价都不断走牛，创出历史新高，估值 PETTM 都超过 35 倍。我们认为主要在于对工业气体的业务模式的认可，估值不断升高。

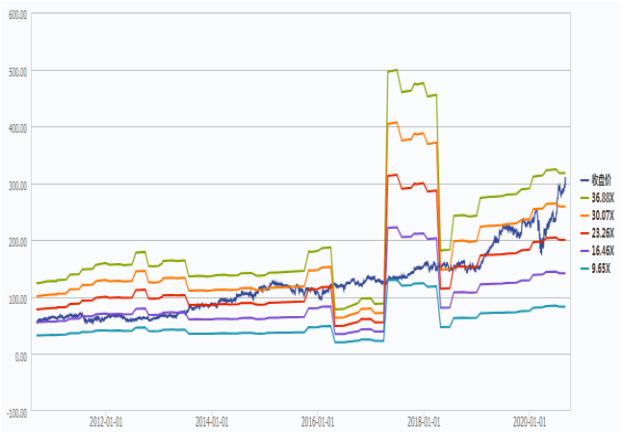
从主要公司的收入和利润来看，其收入的波动性不断降低，周期的属性在不断减弱。而从利润来看，随着规模效应的体现，其净利润不断改善。而工业气体行业整体经营现金流较高。

图 44 LINDE 股价及 PE



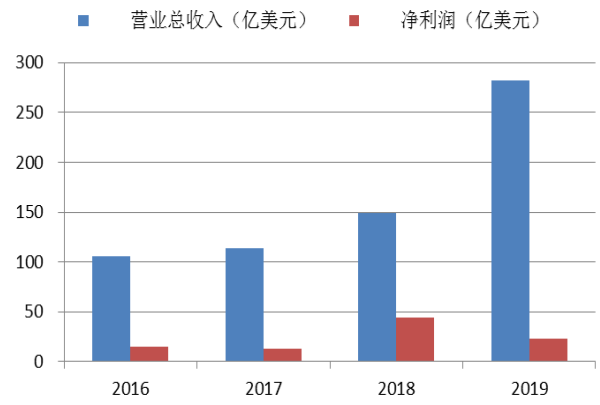
数据来源：WIND 上海证券研究所

图 45 空气化工产品股价及 PE



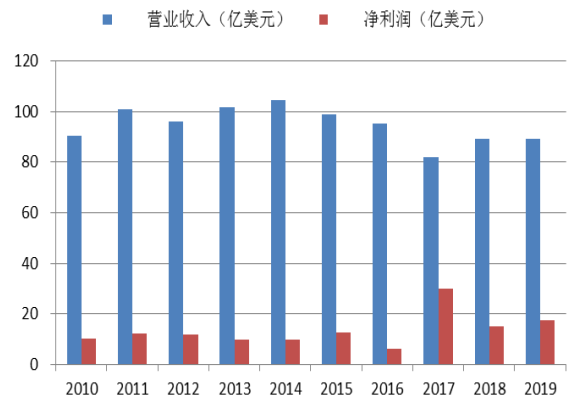
数据来源：WIND 上海证券研究所

图 46 LINDE 收入和净利润



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 47 空气化工产品收入和净利润

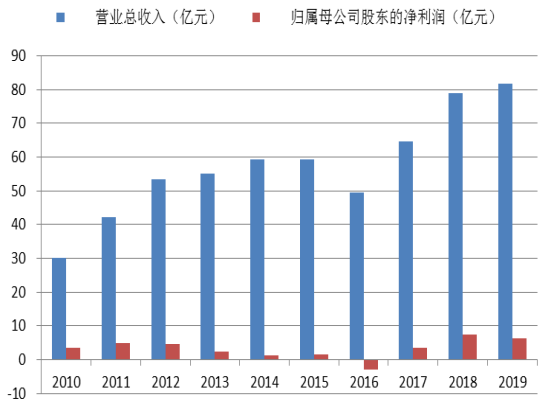


数据来源：WIND 上海证券研究所

国内工业气体公司盈利稳定性增强。从国内的工业气体公司杭氧股份财报来看，前几年由于设备收入占比较高，公司的周期性波动较大，在 2016 年净利润为负。但是随着公司近几年新投产气体项目的不断增加，公司气体收入规模的不断增加，目前已经超过设备收入的规模，公司上半年在疫情的冲击下，经受住了压力测试，

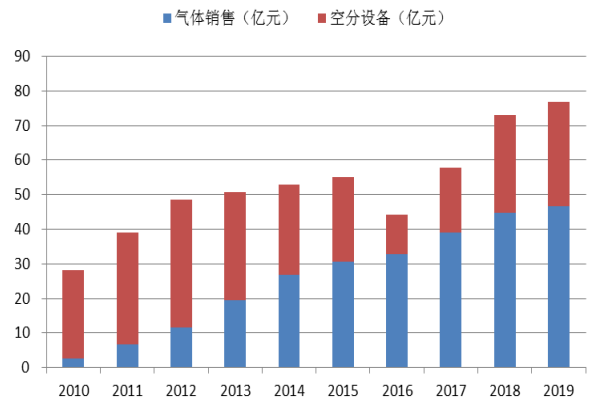
收入和净利润保持稳定。

图 48 杭氧股份收入和净利润



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 49 杭氧股份气体销售和空分设备收入



数据来源：WIND 上海证券研究所

下半年工业气体价格将进一步改善。受疫情影响，工业气体零售价格承压，但是 Q2 工业气体开始复苏，7 月份工业气体价格正增长。目前行业价格进入平稳期。

从工业企业产品指数 PPI 来看，2020 年 PPI 同比下降 2.4%，降幅进一步收窄，环比提升 0.4pct。预计 PPI 将很快转正。

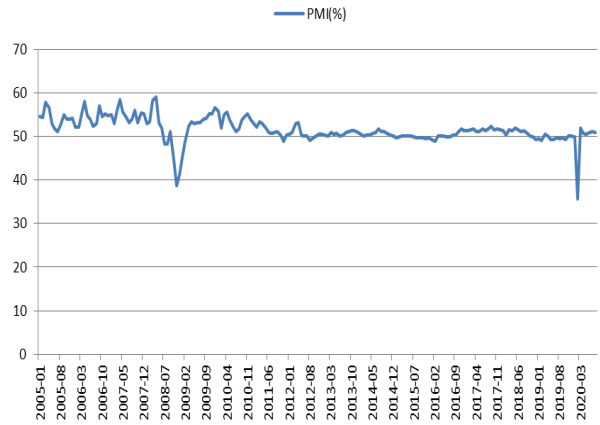
展望下半年，随着经济复苏，下游制造业需求向好，我们认为下半年工业气体价格有望迎来同比向上，行业基本面向好。

表 2 工业气体价格

液氧（元/吨）	华东 山东	华东 江苏	华南 广西	华中 河南	西北 陕西	华北 河北	东北 辽宁
2019.1.31	400-450	450-500	650-700	400-520	350-400	450-550	350-400
2019.2.28	400-450	550-550	550-650	500-700	400-450	400-550	350-400
2019.3.31	650-700	750-800	1000-1100	650-750	450-500	750-800	700-850
2019.4.30	1200-1300	800-850	1000-1100	1100-1200	850-900	1000-1050	500-600
2019.5.31	1150-1250	800-850	1850-1950	1100-1200	1000-1150	1100-1450	700-900
2019.6.28	900-950	800-850	1700-1800	800-1000	800-900	800-850	1100
2019.7.31	900-1000	800-850	900-1000	800-1050	700-800	950-1050	1100-1300
2019.8.30	700-800	750-800	1000	700-800	650-700	800-900	900-1000
2019.9.30	450-550	500-550	700-750	500-550	400-450	550-700	500-600
2019.10.31	600-700	700-800	700-750	550-650	350-400	400-500	450-500
2019.11.28	500-550	500-600	800-850	450-500	250-350	500-600	400-500
2019.12.30	500-600	450-500	650-750	500-550	200-350	500-600	400-450
2020.1.15	350-400	400-450	600-700	400-450	200-350	450-500	350-450
2020.2.27	250-300	250-400	500-550	300-400	200-350	300-400	300-400
2020.3.31	500-550	500-600	500-650	500-550	200-350	450-550	450-500
2020.4.30	500-550	500-600	550-650	550-600	350-450	700-750	550-600
2020.5.30	1300-1400	1050-1150	650-700	1200	900-1100	1300-1450	1250-1400
2020.6.30	1100-1200	800-900	800-900	950-1000	900-950	1200-1300	1200-1300
2020.7.31	1150-1250	800-950	700-800	1050-1200	850-900	1200-1300	1300-1400

数据来源：特气头条 上海证券研究所

图 50 PMI



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 51 PPI



数据来源：WIND 上海证券研究所

五、投资建议

重点推荐公司：中联重科、锐科激光、埃斯顿、广电计量、建设机械、杭氧股份。

重点公司盈利预测：

表 3 重点关注股票业绩预测

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE（倍）			PBR	投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E		
中联重科	000157	8.48	0.55	0.85	1.01	15	10	8	1.5	增持
锐科激光	300747	73.22	1.13	0.88	1.27	65	83	58	9.2	增持
埃斯顿	002747	19.29	0.08	0.17	0.22	246	110	89	9.9	谨慎增持
广电计量	002967	32.31	0.32	0.43	0.62	101	75	53	11.9	增持
建设机械	600984	23.64	0.52	0.75	1.21	45	31	19	4.2	增持
杭氧股份	002430	21.75	0.66	0.73	0.85	33	30	26	3.5	增持

数据来源：WIND 上海证券研究所

六、风险提示

1）、宏观经济需求放缓；2）、行业竞争加剧。

分析师声明

倪瑞超

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。