信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

# 20200621 周报：如何理解挖掘机销量与基建投资的背离

机械设备行业周报

2020 年 06 月 21 日

罗 政 机械设备行业首席分析师
刘 卓 机械设备行业分析师

证券研究报告

行业研究——周报

机械设备行业


**罗政　机械设备行业首席分析师**
执业编号：S1500520030002
联系电话：+86 61678586
邮　箱：luozheng@cindasc.com

**刘卓　机械设备行业分析师**
执业编号：S1500519090002
联系电话：+86 10 83326753
邮　箱：liuzhuoa@cindasc.com

**刘崇武　机械设备行业研究助理**
邮　箱：liuchongwu@cindasc.com



信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031


# 如何理解挖掘机销量与基建投资的背离

2020 年 06 月 21 日

## 本期内容提要


- **本周专题我们探讨如何理解挖掘机销量与基建投资的背离？**疫情之后我国挖机销售快速反弹，出现持续的高增长。5 月份单月挖机销量增长 68%。而于此同时，1-4 月份我国基建投资增速为-8.78%。为何挖机销量与基建投资形成了背离呢？事实上，2012-2016 年，我国挖机销量大幅下滑时期，基建投资增速却非常平滑；而 2017-2019 年，我国挖机销售持续高增时期，基建投资增速却持续下行。从历史上来看，基建投资数据与挖机销量毫无相关性可言。而从逻辑层面来看，基建投资完成额的统计时间也是要滞后于挖机进场时间。综合来看，我们认为无法使用基建投资作为先行指标来预测挖掘机销量情况。从我国基建投资的实际流程来看，我们认为地方政府用于基建投资的资金来源可以作为挖机销量的先行指标，地方政府用于基建投资的资金来源原先主要是土地出让金，近年来增加了地方政府债券。通过比较土地出让金累计增速和挖机销量累计增速发现，两者在大周期上具备较高拟合度；在看到土地出让金月度增速回升，地方债发行预期继续高增的背景下，我们认为对接下来一段时间的工程机械保持乐观。

- **本周核心观点：**（1）绝对收益品种优选工程机械，5 月挖掘机销量同比增长 68.0%，我们预计 6 月有望继续维持高增长，建议关注三一重工、中联重科、建设机械、艾迪精密、恒立液压、徐工机械；（2）相对收益品种建议关注光伏锂电以及汽车电子，考虑其长期成长性以及短期来看技术更迭趋势，光伏设备最为受益，关注捷佳伟创、晶盛机电，锂电设备主要受行业趋势驱动，关注先导智能、诺力股份；汽车电子具备长期稳健成长逻辑，建议关注克来机电、瀚川智能等；（3）安全边际考虑，油价企稳趋势较为明确，油服设备主流标的调整较深，全年业绩确定性较高，建议关注杰瑞股份；（4）其他个股仍建议关注竞争力强的优质品种，关注安车检测，华测检测、广电计量、捷昌驱动、弘亚数控、中密控股等。

- **行业动态综述。工程机械方面，**本周挖掘机以及泵车等工程机械保持高景气度，我们预计 6 月份挖掘机销量有望维持高增长；同时，国内高空作业平台需求旺盛，建议重点关注工程机械行业；**油服方面，**本周油价有所下滑，仍旧处于较低价格水平，但是我们认为油价波动对国内页岩气投资影响不大；同时，国家能源安全战略不会因油价波动而动摇，当前油服设备板块具备较好的布局机会；**光伏锂电方面，**光伏电池片和动力电池投资仍在持续发力，海外疫情的短期影响有限，行业发展趋势明确，设备环节将充分受益于提效降本驱动下的技术加快迭代。

- **风险因素：**全球疫情加速扩散，海外复工复产之后需求提振低于预期，国内后续经济增长乏力。

# 目 录


如何理解挖机销售和基建投资的背离 ..... 1
本周动态及点评 ..... 5
◎工程机械 ..... 5
◎油服 ..... 6
◎光伏 ..... 6
◎锂电设备 ..... 7
◎其他 ..... 7
本周重点上市公司动态 ..... 8

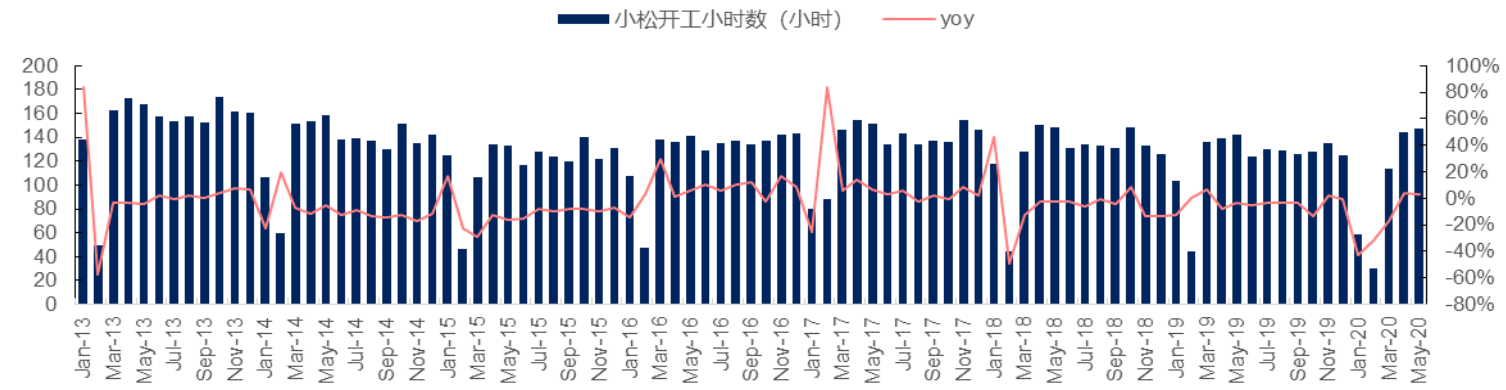

# 图 目 录


图 1：小松开工小时数 ..... 1
图 2：基础设施建设固定资产完成额累计同比增速 ..... 2
图 3：土地出让金及累计同比 ..... 3
图 4：挖掘机累计销量增速与土地出让金累计增速比较 ..... 3
图 5：地方政府债发行量 ..... 4
图 6：房地产新开工面积累计同比增速 ..... 5

## 如何理解挖机销售和基建投资的背离

众所周知，疫情之后我国挖机销售快速反弹，出现持续的高增长，5 月份单月挖机销量增长 68%。而于此同时，1-4 月份我国基建投资增速为-8.78%。我们知道，挖机数据来自于 25 家主机厂的数据汇总，其可信度是非常高的。小松液压挖掘机 2020 年 4 月和 5 月在中国的销量增速同比分别达到 49%和 50%，且与此同时小松挖机小时数达到了 144 和 147 小时，已经处于非常高的水位上。且我们调研的经销商也普遍反馈，目前挖机仍处于缺货状态。所以，挖机数据目前应当没有水分。

**图 1：小松开工小时数**



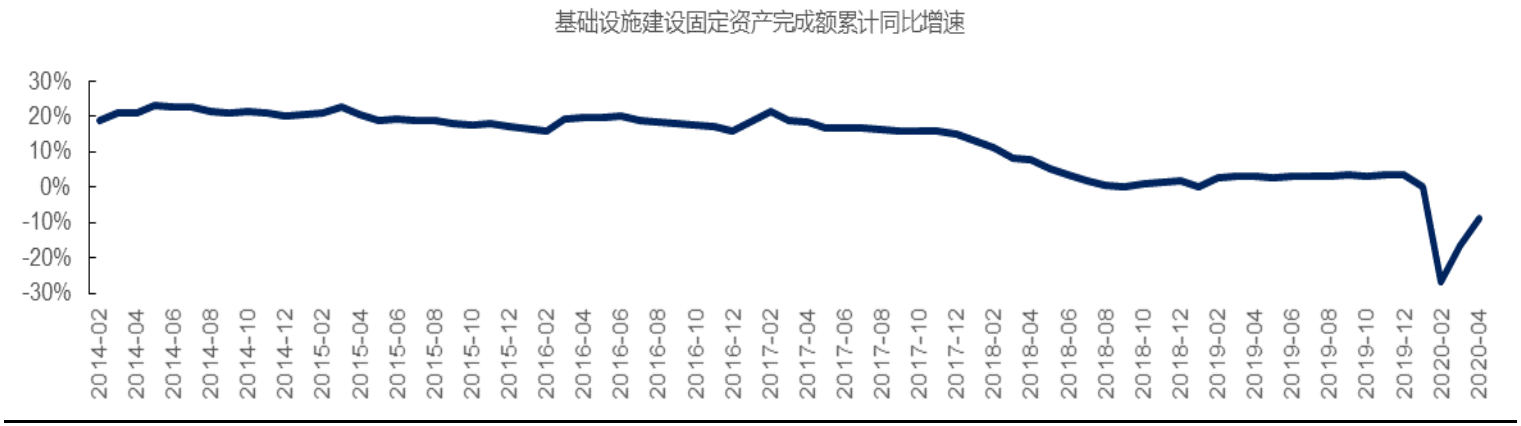

*资料来源：小松官网，信达证券研发中心*

**但是基建数据有水分吗？基建数据一直就有水分，但这还不是最大的问题，最主要是基建投资数据毫无周期性可言。**众所周知，2012-2016 年，我国挖机市场经历了长达五年的下滑，但是这期间的基建投资数据却非常平滑，如果用基建投资来验证工程机械销售的话，历史数据也是不支持的。而 2017-2019 年，我国挖机销售持续高增，但是基建投资完成额的累计同比增速却持续下行，并维持低位。*基建投资的统计数据已经无法预示挖机的可能走势了。因此，不要使用国家统计局公布的基建投资数据来理解挖机销售，否则结果只能是南辕北辙。*

**事实上，逻辑层面来看，基建投资也并非挖机销售的观察指标。**在我国，基建投资主要由地方政府发起（企业层面的基建投资与经济周期波动有关，非逆周期属性），那么首先需要资金，资金到位之后确定工程总包，然后总包再将任务分包出去。到这个阶段，开始土方工程进场，大多数基建设施建造的早期步骤都是土方工程，这也是挖掘机微弱领先于混凝土机械和起重机械的原因。从基建投资的数据统计维度，标准做法是按照完工进度法，所谓完成额，但是土方工程阶段往往并没有太多的固定资产投资，因此，土方工程量应该是基建投资完成额的领先指标，而非相反——较多的土方工程量往往意味着接下来更多的固定资产投入。所以，如果的确存在逻辑关系的话，那么当前挖机销售持续高增，意味着接下来一段时间（3-6 个月）基

建投资领域还将保持较高的景气，*但是如果用当前基建投资高景气来说明未来的挖机销量，其实是本末倒置的。*

**图 2：基础设施建设固定资产完成额累计同比增速**

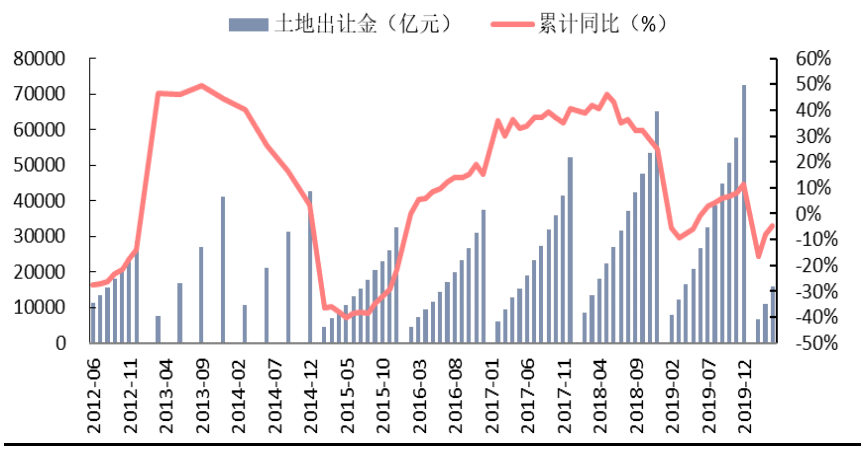



*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

这个情况令人沮丧，的确，基建投资这个指标是无法使用的，就算可以使用，也是一个非常滞后的指标。**这也是大家总觉得无法判断挖机未来销售持续性的主要原因。**但是如果我们认同上述的逻辑，也就是说，我国的基建投资主要是由地方政府主导——地方政府推出基建项目需要资金——地方政府用于基建投资的资金来源原先主要是土地出让金，近年来增加了地方政府债券，那么我们就知道，资金将是挖机销量的一个先行指标，且这个数据的透明度和准确度还是比较高的。

首先我们来看看土地出让金的数据特征，由于可以获取的数据有限，我们的数据起始点是 2012 年 6 月。可以大致看到，地方政府的土地出让金收入在 2013 年获得较高增长，但是随后增速下行，到 2015 年初的时候增速见底，随后增速开始回升（尽管仍然是负增长），2016 年恢复性增长，2017、2018 年增速较高，从 2018 年 4 月增速开始回落，2019 年尽管土地出让金收入增长 10%，但整体增速比较平淡。

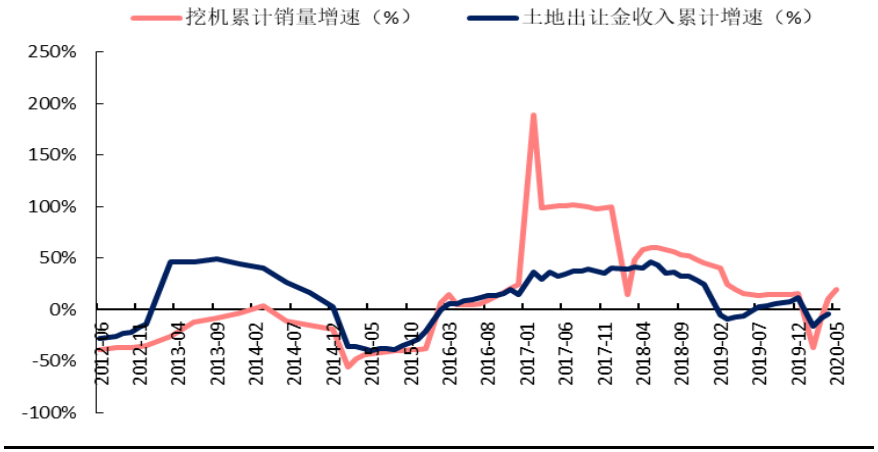
**图 3：土地出让金及累计同比**




*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

我们把土地出让金和挖机销售的数据放在一块进行对照，其大的周期拟合度还是比较高的，至少从相关性的角度，比基建投资 VS 挖机销售的相关性要强很多。我们回溯来看，地方政府土地出让金支出的数据，还是比较能够拟合过去挖机销售变化的大周期。其实 2019 年挖机销售增速已经回落，跟房地产市场放缓背景下的土地出让金收入减少有较大关系；但是为了保证地方政府的资金能力，地方政府专项债快速推出，又重新带动了地方基建投资的能力。

**图 4：挖掘机累计销量增速与土地出让金累计增速比较**




*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

从图 5 我们可以看到，2015 年，我国地方政府债发行量突然大幅提升，2016 年继续保持高增，我们认为其原因也主要是为了弥补 2014 年土地出让金增长乏力，以及 2015 年土地出让金持续下滑的资金缺口，而当时整体工业经济也面临较大压力。而 2017-2018 年土地出让金收入出现显著回升之后，地方政府债的发行量则出现一定程度下滑，2017-2019 年地方政府债的发行都保持平稳。

但是 2020 年情况将发生较大变化。在土地出让金增长乏力、经济下行压力较大的背景下，我国加速了地方政府债券的投放。2020 年 1-5 月，我国地方政府债发行量达到 3.2 万亿，同比增长 65%，5 月单月的发行量更是达到 1.3 万亿，而去年同期只有 3000 亿。

我们如果将资金作为一个先行指标，那么我们可以认为，1-5 月挖机销售同比增长接近 20%，跟投入基建的资金关系密切。由于地方政府的土地出让金是下滑的，因此地方政府债就起到了举足轻重的作用。地方政府债不仅是工程机械销售的大逻辑，更是真实的落地需求。5 月份地方政府债大增，其带动作用尚未体现到挖机的销售上来。因此我们预计挖机销售在可预见的一段时间里继续保持高增。

**图 5：地方政府债发行量**




*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

最后说一下房地产。房地产对挖机的拉动应该是跟新开工有关。我们可以回溯一下，2017 年挖机增速突然高企，有哪些因素的支撑呢？从几个数据来看就比较明确了：（1）2017 年土地出让金高速增长；（2）2016 年地方政府债券发行创出历史天量，资金落地使用对应到 2017 年上半年的市场总需求；（3）2016 年地产新开工转正，2017 年保持平稳。到了 2018 年，挖机增速超过土地出让金增速，又或与地产新开工再回升相关联。因此，在我们看到土地出让金月度增速回升，地方债发行预期继续高增的背景下，我们有理由对接下来一段时间的工程机械保持乐观。

图 6：房地产新开工面积累计同比增速




*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

## 本周动态及点评

### ◎工程机械

（1）2020 年 6 月 12 日，中国证券监督管理委员会发行审核委员会对浙江华铁应急设备科技股份有限公司非公开发行股票的申请进行了审核。根据审核结果，公司本次非公开发行股票申请获得通过。本次非公开发行股票募集资金总额不超过 110000 万元，其中，用于高空作业平台租赁服务能力升级扩建项目 80000 万元，偿还公司及子公司银行贷款 30000 万元 。

（2）深度参与粤港澳大湾区建设，山河智能“一体两翼”发展战略取得重大突破。6 月 6 日上午 11 时 26 分，粤港澳大湾区建设再迎高光时刻：黄茅海跨海通道项目正式开工打下第一根钢管桩。广东省委副书记、省长马兴瑞亲临现场见证项目开工。山河智能挖掘机作为工程机械唯一代表出现在开工活动现场。

（3）塔机租赁市场价格和单量环比略有回落。截至 2020 年 6 月 14 日，庞源租赁价格指数为 1292，环比下降 6.0%；周内签约量 17850 万元，环比下降。

投资建议：2020 年 5 月份，挖掘机销量达到 3.17 万台，同比增长 68.0%，我们预计 6 月份挖掘机销量有望继续维持较高增长，国内工程机械依旧维持高景气度，建议重点关注工程机械主机厂龙头三一重工（600031.SH）和中联重科（000157.SZ）以及核心零部件企业恒立液压（601100.SH）；同时，国内高空作业平台需求旺盛，建议重点关注国内高空作业平台龙头浙江

鼎力（603338.SH）。受益于装配式建筑渗透率提升，塔机需求旺盛，建议重点关注塔机租赁龙头建设机械（600984.SH）。

## ◎油服

（1）本周国际油价环比继续上涨。截至 6 月 12 日收盘，NYMEX 原油报收 39.5036.56 美元/桶，周度涨幅 8.04%；WTI 原油报收 39.48 美元/桶，周度涨幅 7.37%。

（2）6 月 18 日，国家发改委和国家能源局发布的《关于做好 2020 年能源安全保障工作的指导意见》，，意见提出要坚持大力提升国内油气勘探开发力度，推动勘探开发投资稳中有增，加快页岩油气、致密气、煤层气等非常规油气资源勘探开发力度，保障国内油气持续稳产增产。

（3）2020 年 6 月 19 日，中石油招标投标网公告，开启二季度压裂设备带量集中采购招标，这是继一季度中石油招标后启动的第二次压裂设备招标。这也是在发改委发布《关于做好 2020 年能源安全保障工作的指导意见》的第二天就开启了压裂设备的招标，招标时间与去年相比明显提前，我们认为一定程度上表明，中石油在积极响应国家能源安全战略。

投资建议：我们认为国家能源安全战略不会因为油价的波动而动摇，在“七年行动计划”的驱动下，我国油气勘探资本开支有望保持稳中有升的态势。同时，随着全球疫情的复苏，全球复工复产的逐步推进，原油需求端开始回暖，供给端方面 OPEC+已将减产协议延长至 7 月，油价有望企稳回升。建议重点关注安全边际高、全年业绩确定性强的油服龙头杰瑞股份。

## ◎光伏

（1）SolarPower Europe（SPE）今天发布的《2020 年全球市场展望》报告，报告提出的 2019 年太阳能开发量为 116.9GW，较上年增长 13%。这一数字与国际能源署、彭博新能源财经和 IHS Markit 提出的数字基本一致。根据 SPE 的分析，由于需求下降以及新冠疫情导致的劳动力和物流问题，2020 年装机量将萎缩约 4%，降至 112GW，大幅低于 SPE 去年提出的 2020 年 144GW 预期。

（2）2020 年 6 月 18 日，环晟光伏（江苏）有限公司成功下线首块 G12 高效叠瓦组件，这是全球首款 G12 叠瓦组件。该款组件转换效率高达 21%以上，输出功率最高可超过 600W，远远领先行业水平。继天合光能、东方日升之后，G12 联盟再次迎来同盟军。环晟光伏规划到 2020 年底 G12 叠瓦组件产能达到 3GW，全年出货量预计达到 1GW。

（3）6 月 19 日，瑞士光伏设备制造商 Meyer Burger（梅耶博格）正式发布公告称，在增资的框架内，公司预计将筹集 1.65 亿瑞士法郎，通过建立大规模电池和组件生产基地的方式，从生产设备的供应商转变为技术领先的太阳能电池和组件制造商。

投资建议：我们认为，2020 年国内新增光伏装机量有望实现恢复性增长，短期因素包括 2019 年竞价项目顺延、特高压项目拉动，长期主要受益于光伏全面平价的即将到来，需求空间有望大幅扩容。在补贴逐步退坡、并网指导电价下行的背景下，光伏产业链提效降本依然迫切，电池技术更新迭代不断加快。在需求扩容、技术迭代背景下，光伏设备龙头企业有望充分受益，重点推荐捷佳伟创。

## ◎锂电设备

（1）特斯拉在一份监管文件中披露，公司已经与日本松下签署了一份为期三年的定价协议，该协议的有效日期为自 2020 年 4 月 1 日起至 2023 年 3 月 31 日止。协议内容涉及松下在内华达州超级工厂生产和供应锂离子电芯。特斯拉与松下签署为其 3 年的动力电池定价和采购协议，表明双方在电池领域的合作进一步得到巩固。

（2）高工产业研究院（GGII）发布的《新能源汽车产业链数据库》统计显示，2020 年 5 月美国新能源乘用车销量为 14,322 辆，同比下降 42%；1-5 月合计销售约为 10.8 万辆，同比下降 12%。受美国新冠肺炎爆发影响，3 月份开始销量逐步下滑，4 月份跌破不足万辆，5 月份微有反弹。

投资建议：在电动汽车全球化浪潮驱动下，全球动力电池厂商积极扩产。我们预计随着动力电池厂商扩产计划的逐步落地，锂电设备需求有望继续保持稳定增长，建议重点关注具备全球竞争力的锂电设备龙头先导智能（300450.SZ）。

## ◎其他

（1）6 月 17 日，科创板股票上市委员会已同意苏州绿的谐波的上市申请。该公司计划公开发行不超过 3010 万股股票，占发行后总股本的 25%以上。绿的谐波拟募集资金 5.46 亿元，其中 4.81 亿元用于年产 50 万台精密谐波减速器项目，6536.78 万元用于研发中心升级建设项目。

（2）6 月 16 日，波士顿动力公司宣布开始向美国公司出售四足机器人 Spot，销售价格为 74500 美元，这种机器人可以爬楼梯，穿越崎岖的地形。波士顿动力公司发言人表示：“我们计划在明年生产大约 1000 个 Spot，但可以根据需求增加产量。我们正在探索今年实现海外销售的可能。

（3）6 月 17 日中兴通讯透露：中兴通讯具备芯片设计和开发能力，7nm 芯片已经规模量产，并在全球 5G 规模部署中实现商用，5nm 芯片则正在技术导入。最新导入的 5nm 芯片技术将会使得中兴通讯在半导体领导达到新标准。

## 本周重点上市公司动态

**纽威股份**（603699.SH）6 月 17 日发布公告，公司拟发行可转债募集资金总额不超过 70,000 万元（含 70,000 万元），募集资金将用于纽威流体控制（苏州）有限公司通安特殊阀工厂项目、阀门零部件生产项目等项目建设，本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

**克来机电**（603960.SH）6 月 17 日发布公告，公司控股股东、实际控制人之一陈久康先生拟通过大宗交易的方式减持其持有的公司股份不超过 5040641 股，占公司总股本的 2%。减持期限为 2020 年 6 月 23 日至 2020 年 12 月 18 日。

**晶盛机电**（300316.SZ）6 月 19 日发布公告，公司实际控制人的一致行动人、董事、总裁何俊先生，董事、副总裁毛全林先生、朱亮先生计划自本公告之日起十五个交易日后的六个月内以集中竞价交易、大宗交易方式减持公司股份合计不超过 573 万股，占公司总股本的比例 0.4461%。

**研究团队简介**

**罗政**，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究发展中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020 年 3 月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

**刘卓**，对外经济贸易大学金融学硕士，2017 年加入信达证券研发中心，曾任农林牧渔行业研究员，现从事机械设备行业研究。

**刘崇武**，中国科学院大学材料工程硕士，曾任财信证券研究发展中心机械设备行业研究员，2020 年 6 月加入信达证券，从事机械设备行业研究。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 华北 | 袁　泉 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 华北 | 张　华 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |
| 华北 | 唐　蕾 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com |
| 华北 | 魏　冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华东 | 张思莹 | 13052269623 | zhangsiying@cindasc.com |
| 华东 | 吴　国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华东 | 袁晓信 | 13636578577 | yuanxiaoxin@cindasc.com |
| 华南 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 杨诗茗 | 13822166842 | yangshiming@cindasc.com |
| 华南 | 陈　晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
| --- | --- | --- |
| 本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）;<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | **买入：** 股价相对强于基准 20％以上； | **看好：** 行业指数超越基准； |
| | **增持：** 股价相对强于基准 5％～20％； | **中性：** 行业指数与基准基本持平； |
| | **持有：** 股价相对基准波动在±5% 之间； | **看淡：** 行业指数弱于基准。 |
| | **卖出：** 股价相对弱于基准 5％以下。 | |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。