

证券研究报告 | 机械设备 | 2024年12月31日

机械团队·行业专题报告

关注机械设备对美出口的预期差

分析师

李鲁靖

登记编号: S1220523090002

赵璐

登记编号: S1220524010001

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

• **机械设备库存周期慢于原材料及消费品，补库周期尚待开启。**当前，美国零售商、制造商、批发商处于补库区间，但就处于中游的机械设备而言，其去库-补库周期一般慢于上游原材料及下游消费品，目前多处于去库尾声阶段，补库周期多数尚未开启。分行业看，装卸转运设备库存已经开始回升，逐渐进入补库阶段，重点关注叉车企业。其次为矿机石油天然气机械、农机、工业机械、建筑机械、通风采暖空调及制冷设备处于加速去库阶段；而与地产及公用事业相关的涡轮机等电力传输设备、金属加工机械库存同比增速已经企稳，处于去库尾声阶段。

• **出口额占比变化：**2001年，美国占我国出口总额比重20%左右，期间虽然经历了2008-2012年以及2020年期间的下滑，东盟、拉丁美洲占比在近年快速提升，但2024年1-11月，美国、欧盟分别占我国出口总额15%，依然为我国第二大贸易伙伴。

而从美国进口金额来看，2024年10月进口金额3396亿元，同比+4.44%，虽然较5-9月增速略有放缓，但需求依然较为强劲，此外，近年来，**机械和交通运输设备占美国进口金额比重明显提升**，尤其是疫情后，机械设备占比从2020年1月的40.5%提升到24年10月的44.6%，或与制造业成本上升有关。我国对美国出口产品种类机中，机电产品占绝对优势，根据我们的测算，2023年机电产品占出口美国总额的42.5%。其次是劳动力密集型产品，包括纺织制品、塑料制品、橡胶制品。车辆、航空器、船舶及运输设备，化工产品，光学、医疗等仪器等出口也较多。

• **对美出口增速逐渐回升，11月出口增速高于平均水平：**2024年11月，我国出口总额3123亿美元，同比+6.7%，对美出口额473亿元，同比+8%，高于整体出口增速。我国对美国出口增速自2024年5月转正以来，增速整体呈提升态势。

• **关税幅度或比市场预期更加乐观。**目前，市场普遍预期2025年全球各地区对美出口产品或被加征较高关税，我们认为关税幅度可能存在一定的预期差，关税幅度将会随着多方博弈进展而变化，加征关税并非最终目的，而是鼓励先进制造业投资当地，制造业回流。25Q2、Q3或为重要窗口期，关注关税问题进展。而最终幅度可能比预期更加乐观，一定程度上打消对通胀的担忧，进一步推升美联储降息幅度和节奏，刺激需求。

• 此外，叠加地缘冲突缓解后，**海运费价格回落，以及汇率的正向影响**，我们预计2025年机械设备出口或存在较大预期差。

• **投资建议：**重点关注对美出口较多的消费类设备企业巨星科技、欧圣电气、春风动力、捷昌驱动、银都股份、浩洋股份，以及工程机械企业浙江鼎力、诺力股份、安徽合力、杭叉集团。

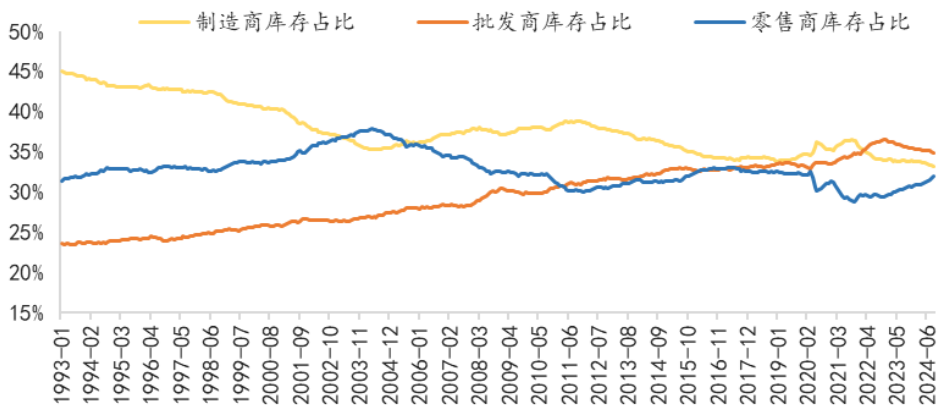
• **风险提示：**国际贸易摩擦风险、海运费上升风险、降息不及预期风险、汇率波动风险、境外经营风险

1.1 美国库存当前处于什么水平？

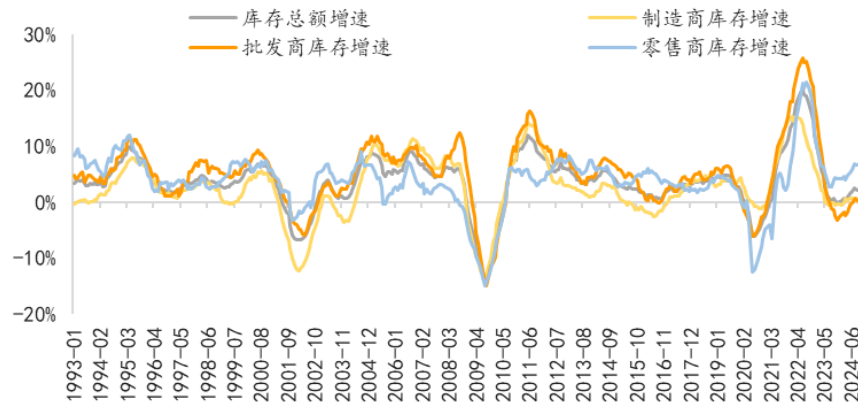
1) **美国三类库存占比**：美国库存总额可以大致划分为**制造商库存**、**批发商库存**、**零售商库存**三部分。截至2024年9月，三类库存占比分别为33.2%、34.9%、31.9%。纵观近30年历史数据，三类库存中，**制造商库存占比有所下降，批发商库存占比上升**。一方面，制造厂商更加注重供应链管理，通过控制库存提高效率 and 成本控制；另一方面，部分中低端制造产业外移，库存负担也得以转移；此外，随着全球贸易摩擦升级，以及疫情对供应链的冲击，批发商为应对需求和供给端的波动，主动增加了库存。

2) **三类库存增速变化**：这里我们用相对库存（库存金额同比增速）来区分美国的库存周期。零售商由于更接近终端，一般增速变化最为领先，其次是批发商、制造商。截至2024年10月，库存总额、制造商、批发商、零售商库存同比增幅分别为2.4%、0.1%、0.9%、6.6%。总体上看，**零售商、制造商、批发商库存同比增速企稳，已经逐渐进入补库阶段**。

图：美国库存总额中制造商、批发商、零售商库存占比



图：美国制造商、批发商、零售商库存同比增速变化



1.1 美国库存当前处于什么水平？

- 3) **销售额同比 & 库存同比**：销售额变化领先于库存大概4-6个月时间，2023年6月以来，销售额增速开始回升，库存同比增速也2023年11月开始逐渐回升，逐渐进入补库阶段。
- 4) **库销比 & 库存同比**：库销比与库存同比成负相关，且约领先于后者3个月-1年。库销比在2023年3月达到1.39高点后有所回落，估计库存同比增速也在23年11月开始逐渐回升，进入补库阶段。
- 5) **当前库销比与疫情前对比**：我们取2016-2019年库销比均值代表疫情前库销比水平。截止2024年10月，总库销比、零售商库销比均低于疫情前水平，制造商、批发商库销比略高于疫情前水平，整体库存处于健康水平。

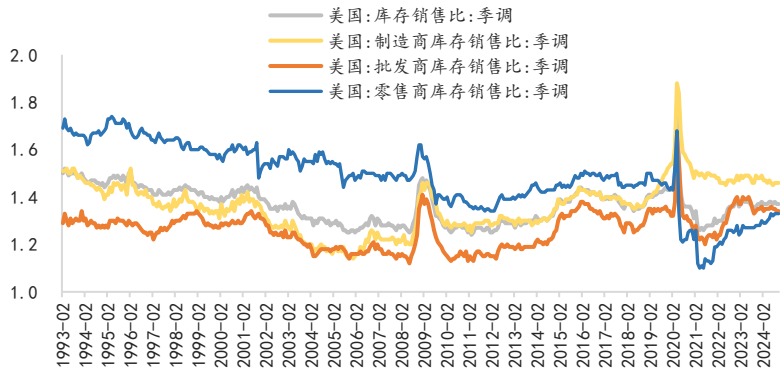
图：美国制造业销售额、库存同比增速变化



图：美国库销比、库存同比相关性



图：美国库销比水平变化



时间	总库销比	制造商库销比	批发商库销比	零售商库销比
疫情前2016-2019年库销比均值	1.40	1.41	1.32	1.47
2024年10月水平	1.37	1.46	1.34	1.33

1.2 从美国库存看机械设备出口

1) 机械产品在美国制造业库存中的占比如何？

我们大致将美国制造业存货划分为原材料、资本品、消费品三类。其中，原材料主要包括木制品、非金属矿物制品、初级金属和加工金属等，资本品包括机械制品、运输设备等，消费品包括计算机及电子产品、电器设备、电器及组件、家具及相关产品以及其他非耐用消费品等。总体上看，原材料、资本品、消费品占比分别约为20%、37%、42%。

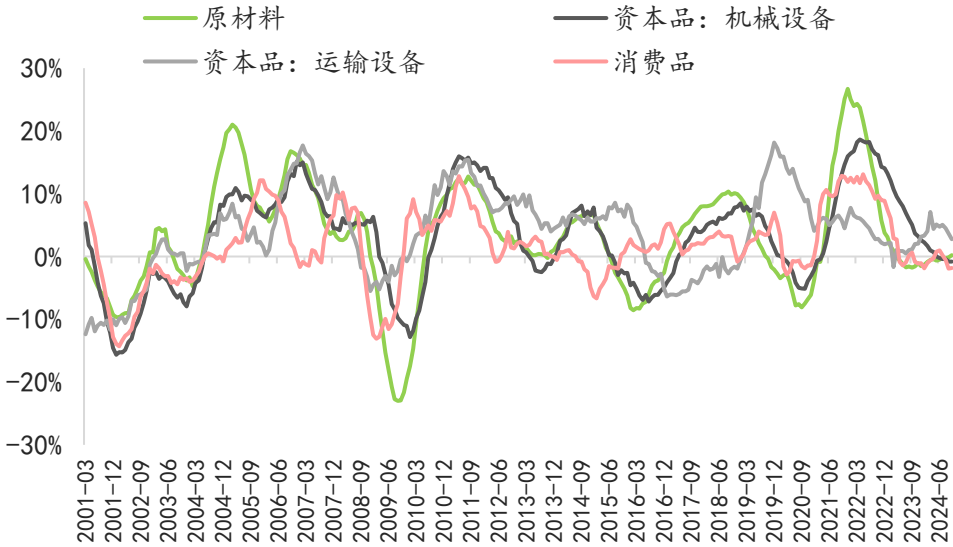
2) 分产品看去库速度：其中，运输设备已经逐渐进入补库阶段，原材料、消费品去库也较快，即将开启补库阶段，而机械设备去库相对较慢，仍然处于去库的尾声阶段。

图：2024年10月美国制造业分产品存货占比测算

分类	具体分类	存货量 (百万美元)	占比
原材料	木制品	16,015	2.3%
	非金属矿物制品	17,922	2.6%
	初级金属	45,557	6.5%
	加工金属	64,683	9.2%
	合计	144,177	20.5%
资本品	机械制品	94,069	13.4%
	运输设备	170,457	24.3%
	合计	264,526	37.7%
消费品	计算机及电子产品	54,992	7.8%
	电气设备、电器及组件	25,815	3.7%
	家具及相关产品	9,984	1.4%
	杂项	28,171	4.0%
	其他非耐用消费品	174,420	24.8%
	合计	293,382	41.8%
制造业存货总计		702,085	100.0%

资料来源：wind, BEA, 方正证券研究所

图：美国制造业分产品库存同比增速变化

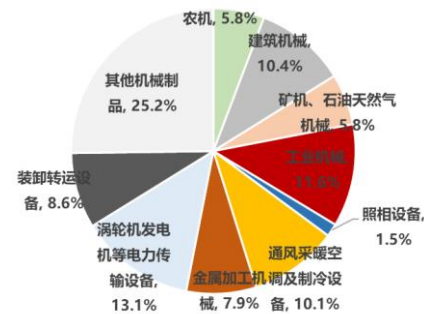


1.2 从美国库存看机械设备出口

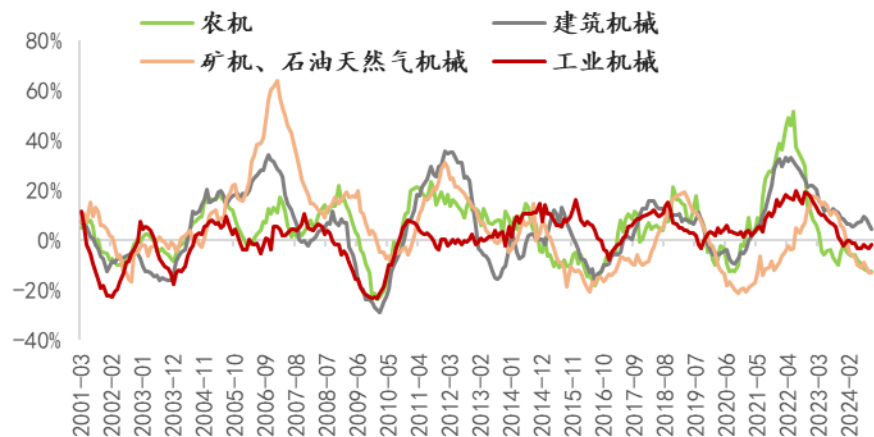
3) 机械制品细分产品去库情况：美国制造业存货中，机械制品又可以进一步细分。

- 从细分产品看，**装卸转运设备库存已经开始回升，逐渐进入补库阶段。**
- 其次为矿机石油天然气机械、农机、工业机械、建筑机械、通风采暖空调及制冷设备处于加速去库阶段；
- 涡轮机等电力传输设备、金属加工机械库存同比增速已经企稳，处于去库尾声阶段，这些设备与地产、基建及公用事业相关。

图：美国机械制品库存中各类产品占比



图：美国机械制品分产品库存同比增速



图：美国机械制品分产品库存同比增速

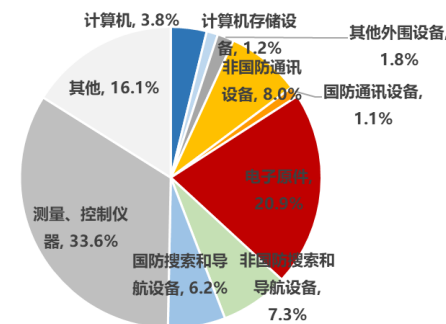


1.2 从美国库存看机械设备出口

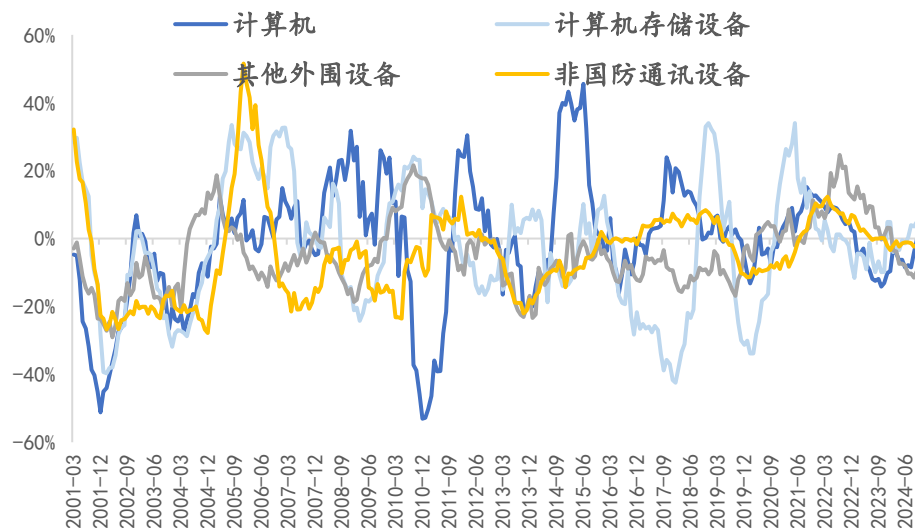
4) 计算机及电子产品去库情况：美国制造业存货中，计算机及电子产品有部分与机械设备交叉。

- 从细分产品看，**计算机、计算机存储设备、电子原件**去库较快，或已经逐渐进入补库阶段。
- 其次为**非国防通讯设备、非国防搜索和导航设备、测量控制仪器**也处于去库尾声阶段。

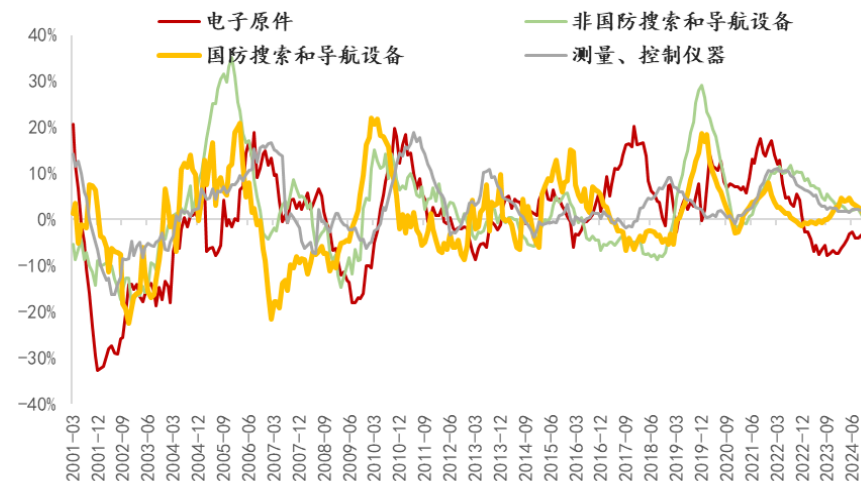
图：美国计算机及电子产品库存中各类产品占比



图：美国计算机及电子产品存同比增速



图：美国计算机及电子产品库存同比增速

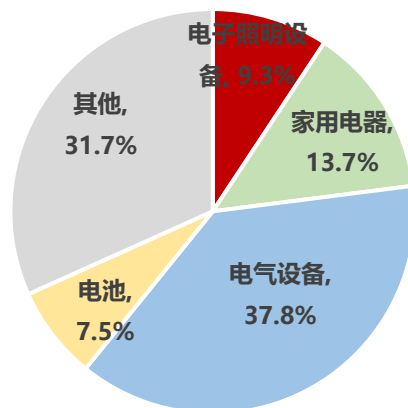


1.2 从美国库存看机械设备出口

5) 电气设备、电器和组件去库情况：美国制造业存货中，电气设备、电器和组件有部分与机械设备交叉。

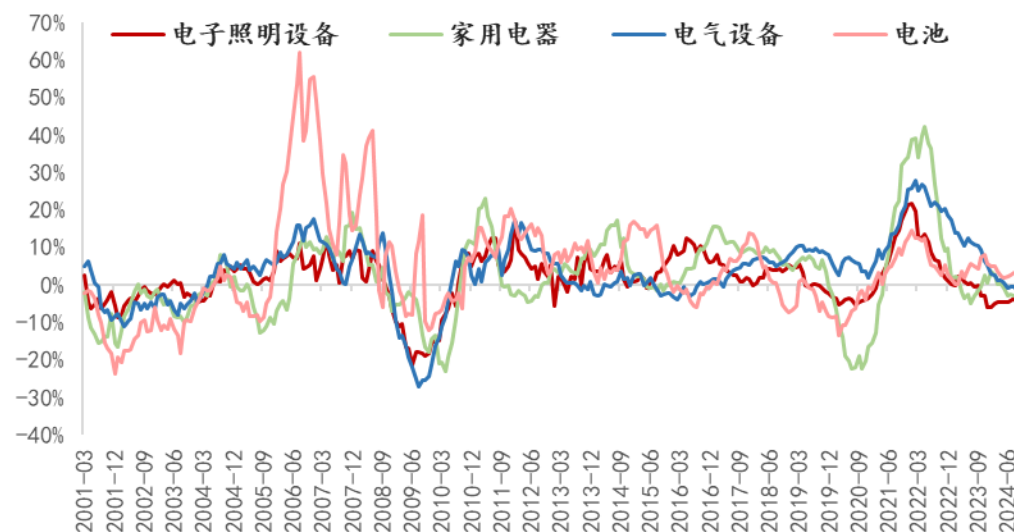
- 从细分产品看，家用电气、电气设备、电池都处于加速去库阶段；
- 电子照明设备库存同比企稳，处于去库的尾声阶段。

图：美国电气设备、电器和组件库存中各类产品占比



资料来源：wind, BEA, 方正证券研究所

图：美国电气设备、电器和组件库存同比变化



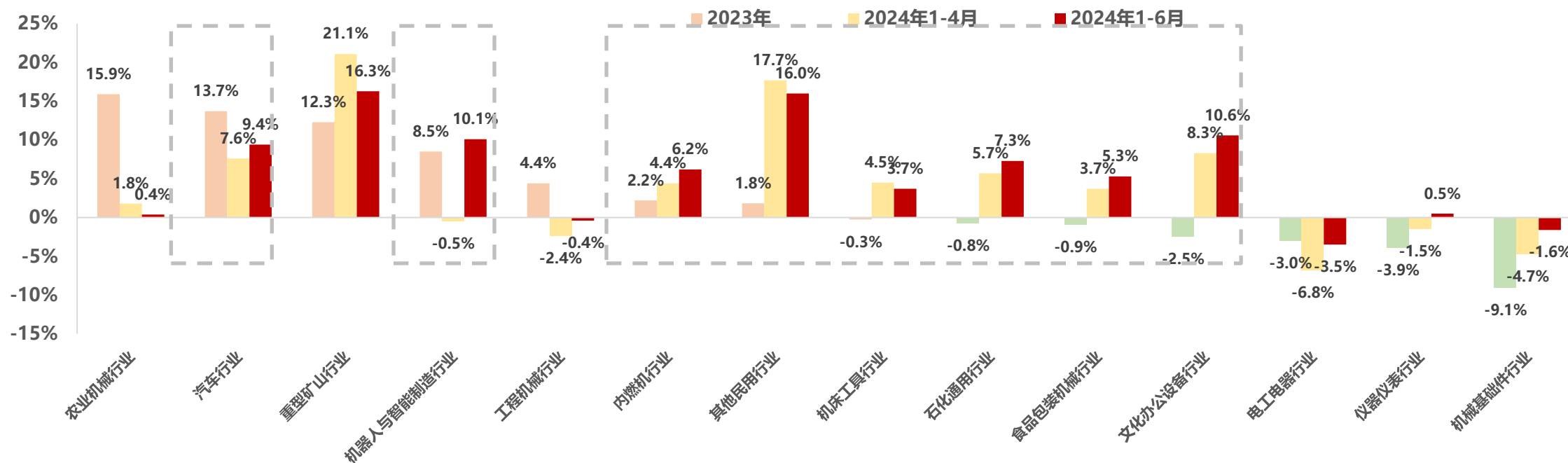
1.3 2023年、2024H1机械工业进出口情况

据海关统计数据，2023年，机械工业累计进出口总额10875亿美元，同比增长1.7%，其中进口3045亿美元，同比下降7.6%，出口7830亿美元，同比增长5.8%，贸易顺差4786亿美元。2024年1-4月，机械工业累计进出口总额3615.7亿美元，同比增长2.2%，其中，进口944.3亿美元，同比增长0.2%，出口2671.4亿美元，同比增长2.9%，贸易顺差1727.1亿美元。

2024年1-6月，机械工业累计进出口总额5579.4美元，同比增长4.1%，其中，进口1433.9亿美元，同比下降0.1%，出口4145.5亿美元，同比增长5.6%，贸易顺差2711.6亿美元。进出口总额以及出口额增幅均有所扩大。

分行业看，23年农业机械、汽车行业、重型矿山进出口额保持高增速，24年1-6月，汽车行业、重型矿山行业、机器人与智能制造、内燃机行业、机床工具行业、食品包装机械行业、文化办公设备、石化通用行业进出口额增速较高或提升明显。

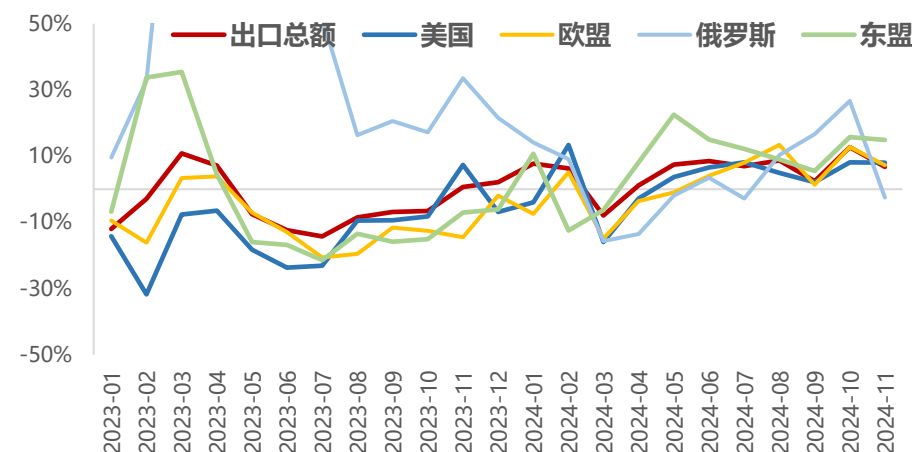
图:2023年、2024年1-4月、1-6月中国机械工业进出口额增速



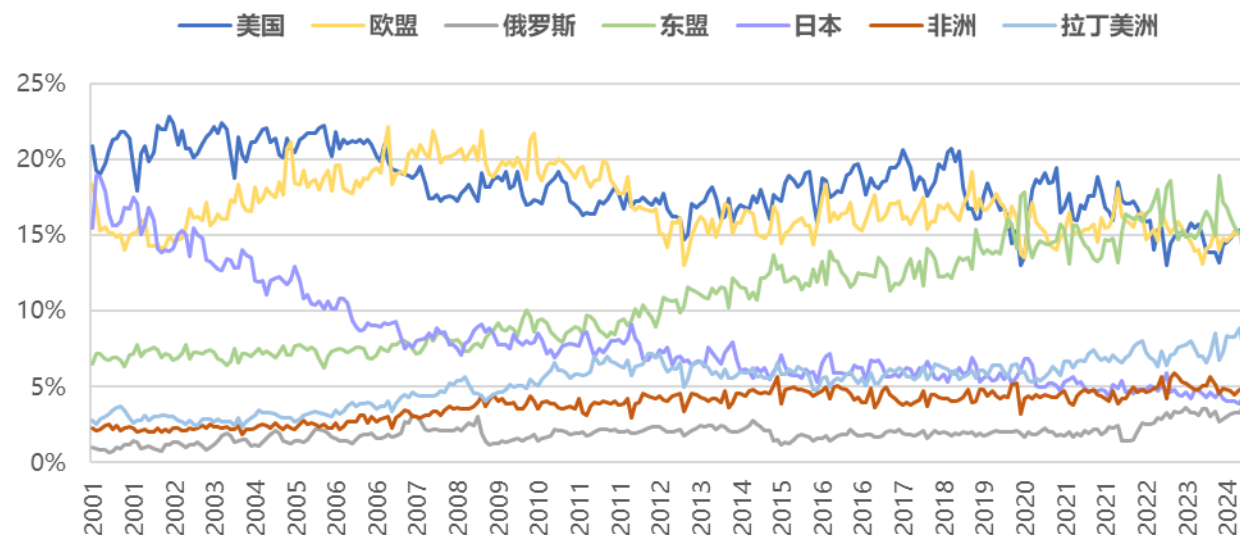
1.4 对美出口增速逐渐回升，11月出口增速高于平均水平

- **出口额占比变化：**2001年，美国占我国出口总额比重20%左右，期间虽然经历了2008-2012年以及2020年期间的下滑，而东盟、拉丁美洲占比在近年快速提升。但目前美国依然占我国出口额比重15%，2024年1-11月，美国、欧盟分别占我国出口总额15%，仅次于东盟占比，为我国第二大贸易伙伴。
- **对美出口增速显著回升：**2024年11月，我国出口总额3123亿美元，同比+6.7%，对美出口额473亿元，同比+8%，高于整体出口增速。我国对美国出口增速自2024年5月转正以来，增速整体呈提升态势。

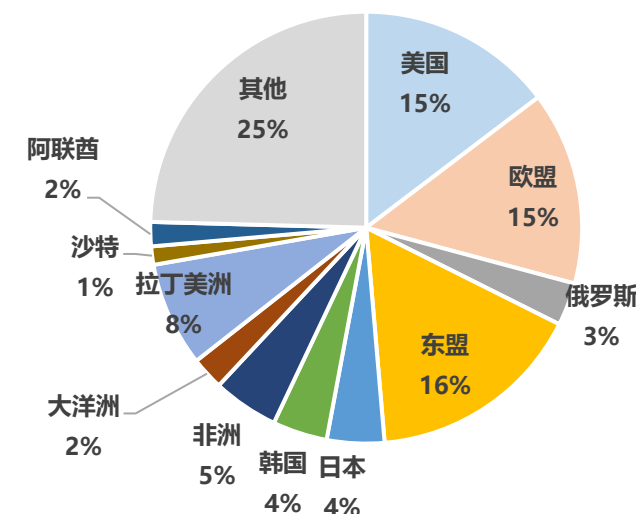
图：我国对各地区出口额（当月值）同比增速变化



图：2001年以来我国对各地区出口额占比变化



图：2024年1-11月我国对各地区累计出口额占比



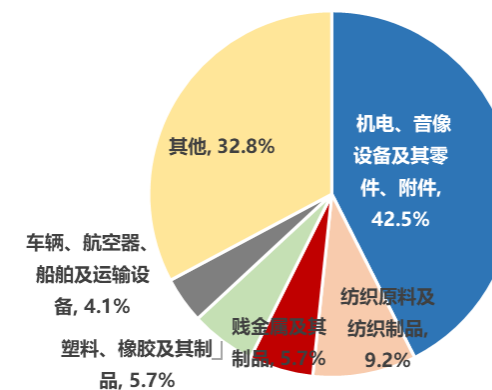
1.4 美国进口需求依然旺盛，近年机械设备进口占比有所提升

• 从美国进口金额来看，2024年10月进口金额3396亿元，同比+4.44%，虽然较5-9月增速略有，但依然维持较为强劲的需求，且近年来，在美国进口产品金额中，机械和交通运输设备占比明显提升，尤其是2020年疫情后，从2020年1月的40.5%提升到24年10月占比44.6%，或与制造业成本上升有关。

• 我国对美国出口产品种类：据澎湃新闻，从各类商品出口总量来看，我国对美出口优势依旧集中于低技术制造业。近年来，我国对美出口金额前十名产品较为稳定，主要是机电产品和劳动密集型产品。

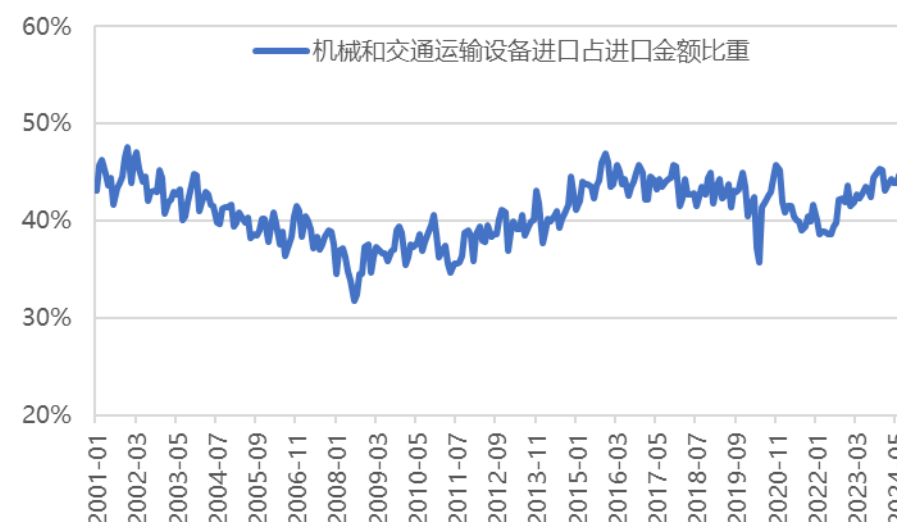
其中，机电产品占绝对优势，据我们初步测算，2023年机电产品占出美总额的42.5%。其次是劳动力密集型产品，包括纺织制品、塑料制品、橡胶制品。车辆、航空器、船舶及运输设备，化工产品，光学、医疗等仪器等出口也较多。

图：2023年中国对美国出口商品金额占比

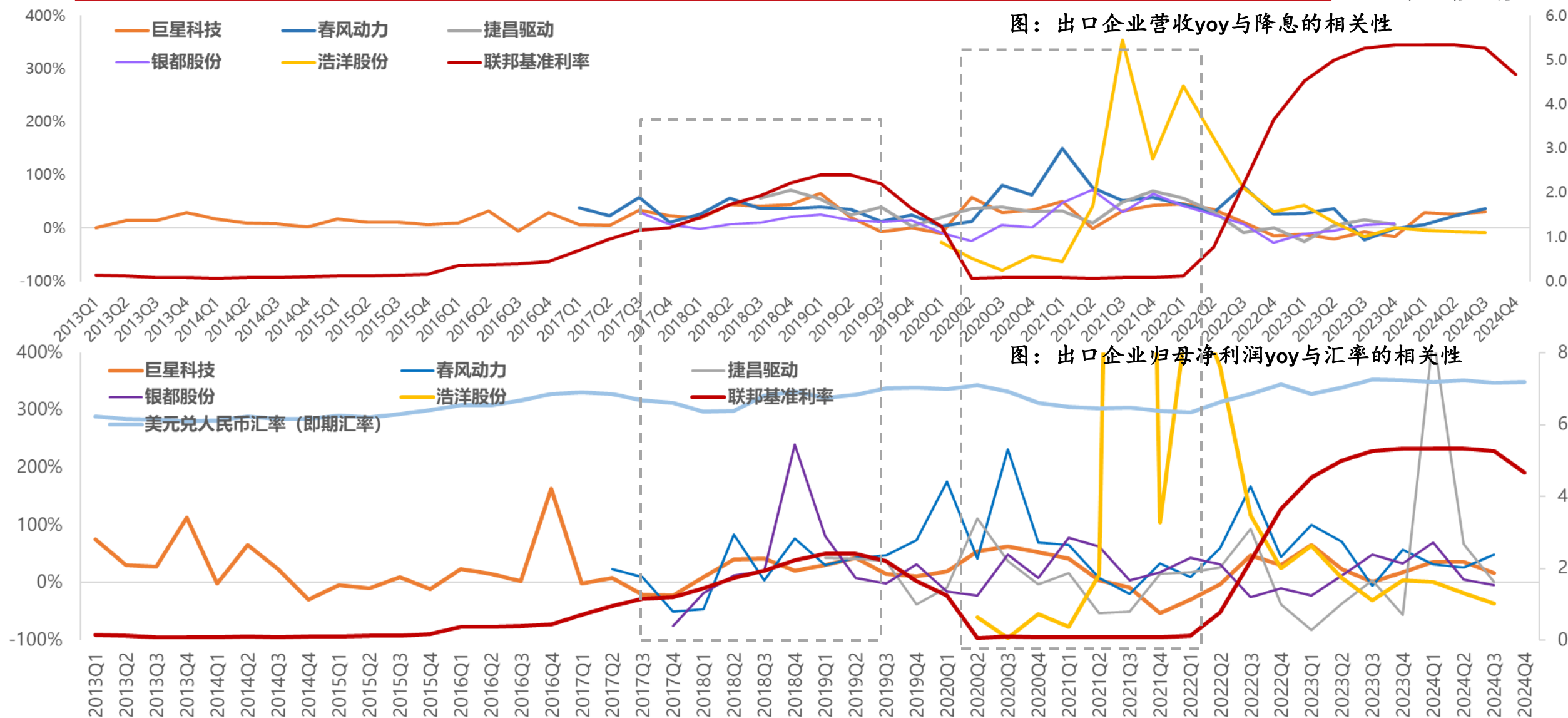


图：机械和交通运输设备占美国进口金额比重

图：美国月度进口金额变化（亿美元，%）

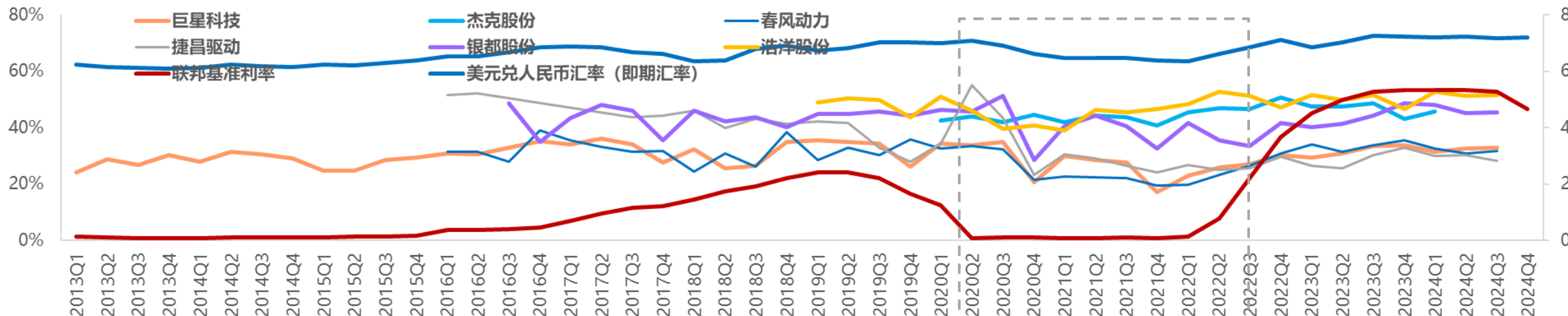


2.1 降息&汇率对出口企业营收&净利润yoy的影响

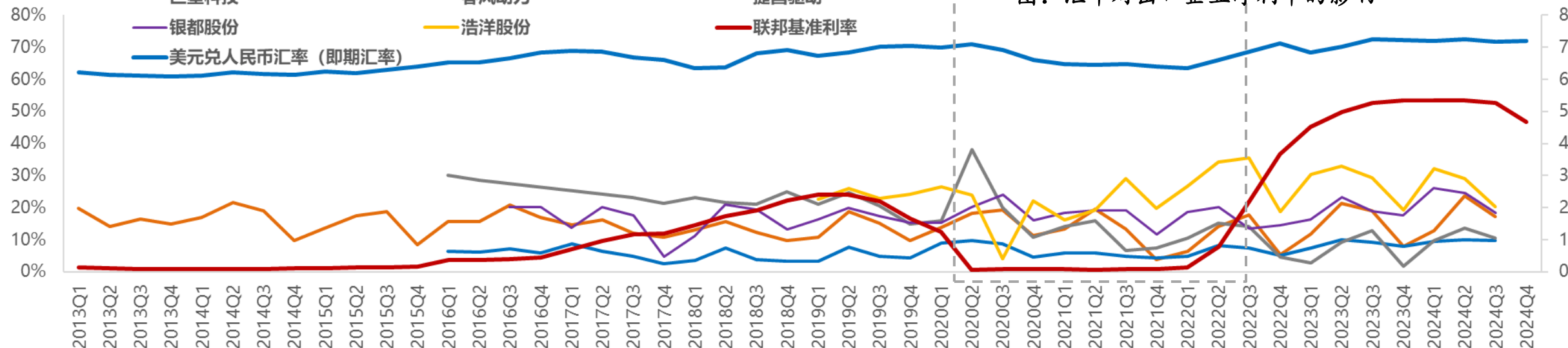


2.1 降息&汇率对出口企业毛利率、净利率的影响

图：汇率对出口企业毛利率的影响

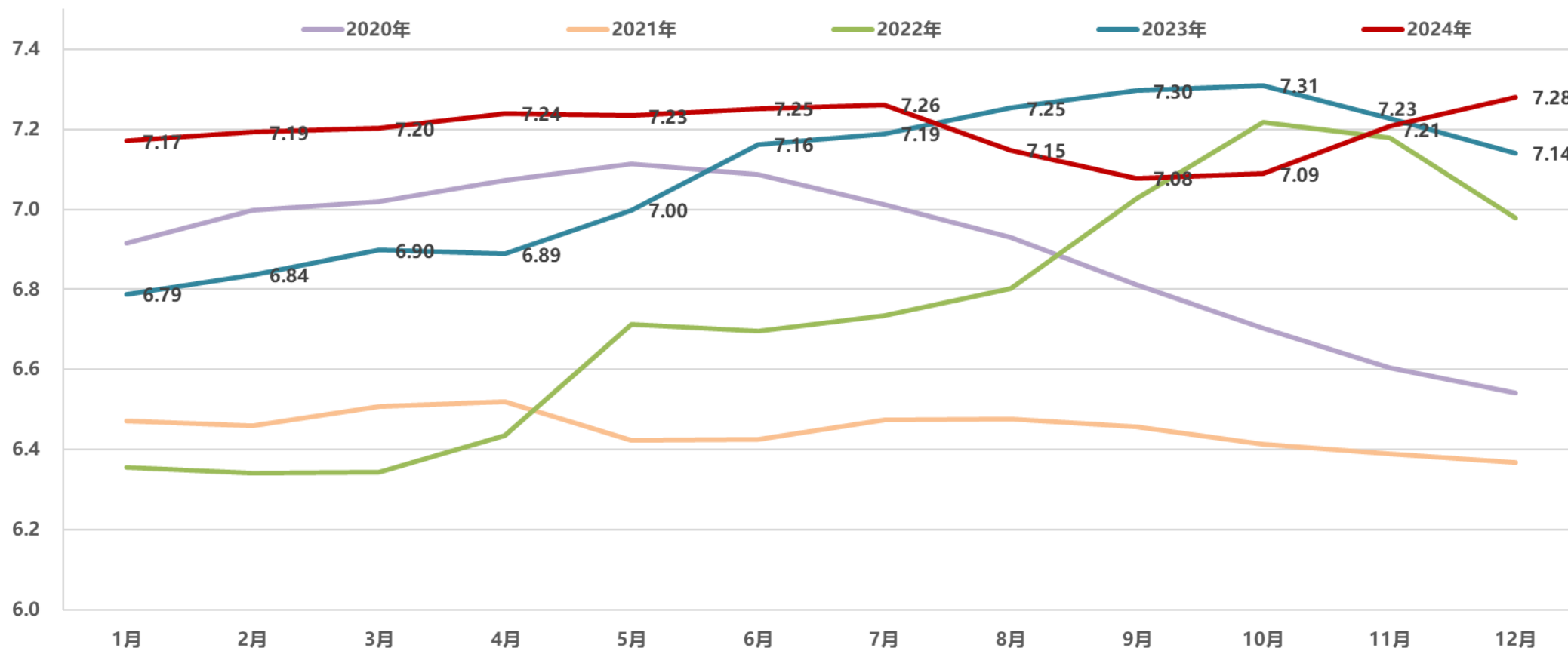


图：汇率对出口企业净利率的影响



2.1 汇率对出口企业汇兑损益的影响

图：美元兑人民币即期汇率（月度平均值）



2.2 关税或存在一定预期差，关注对美出口较多的企业

目前，市场普遍预期2025年出口产品或被加征较高关税，我们认为关税幅度可能存在一定的预期差，将会随着多方博弈进展而变化，且最终幅度可能比预期更低，通胀幅度也预计低于预期，或进一步推升美联储降息幅度。

重点关注对美出口较多的消费类设备企业：巨星科技、欧圣电气、春风动力、捷昌驱动、银都股份、浩洋股份，以及工程机械企业浙江鼎力、诺力股份、安徽合力、杭叉集团。

	所属行业	证券代码	证券简称	总市值（亿元）	23年出口占比	出口收入（亿元）			出口收入同比		归母净利润（亿元）			PE			估值水平			
						2021	2022	2023	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	近1年平均PE（TTM）	近3年平均PE（TTM）	近5年平均PE（TTM）	当前pe历史分位（%）
工具类	手动/电动/o	0669.HK	创科实业	1882	100%	842	923	973	10%	5%	80.9	94.3	109.9	23	20	17	23	21	27	62
	手工具	002444.SZ	巨星科技	376	94%	104	118	102	13%	-13%	22.3	27.1	32.4	17	14	12	17	17	19	29
	电动工具/o	2285.HK	泉峰控股	89	93%	105	132	90	26%	-32%	4.5	8.4	10.7	20	11	8	9	18	18	0
	o	301260.SZ	格力博	68	99%	49	51	45	4%	-12%										
	电动工具	301448.SZ	开创电气	22	91%	7	5	5	-20%	-1%							37	41	41	11
	零部件	002139.SZ	拓邦股份	173	60%	43	54	54	23%	0%	7.2	9.1	11.4	24	19	15	21	27	25	30
	平均值			308	89%	192	214	212	9%	-9%				21	16	13	22	25	26	27
消费类	纺织服装设备	603337.SH	杰克股份	140	54%	26	33	29	29%	-15%	8.0	10.1	12.2	18	14	11	21	21	28	13
		688789.SH	宏华数科	120	54%	3	5	7	31%	47%	4.3	5.6	7.1	28	22	17	35	47	54	5
	两轮车/四轮车	000913.SZ	钱江摩托	97	41%	19	20	21	6%	2%	6.0	7.5	8.8	16	13	11	17	24	28	16
		603129.SH	春风动力	233	78%	54	85	92	57%	9%	13.5	17.0	21.0	17	14	11	19	29	38	8
	家电	605555.SH	德昌股份	84	80%	27	19	22	-31%	16%	4.1	5.2	6.4	21	16	13	21	21	21	74
	线性驱动	603583.SH	捷昌驱动	101	71%	20	23	21	12%	-7%	4.1	5.2	6.5	25	19	16	28	33	39	51
		605288.SH	凯迪股份	24	57%	8	6	7	-18%	12%										
	餐饮设备	603277.SH	银都股份	101	91%	22	25	24	14%	-5%	6.3	7.4	8.6	16	14	12	21	20	20	30
	照明设备	300833.SZ	浩洋股份	58	89%	5	11	12	116%	0%	4.0	4.8	5.6	15	12	10	19	27	36	12
	3D打印	688433.SH	华曙高科	93	24%	1	2	1	193%	-14%	1.5	1.8	2.2	62	51	42	72	92	92	51
	平均值			105	64%	19	23	23	41%	4%				24	19	16	28	35	39	29
工程机械	工程机械	600031.SH	三一重工	1409	61%	248	366	436	47%	19%	61.7	79.9	101.2	23	18	14	28	28	23	63
		000425.SZ	徐工机械	906	42%	129	278	372	115%	34%	63.8	80.4	102.0	14	11	9	16	13	13	51
		000157.SZ	中联重科	614	40%	58	100	179	73%	79%	40.8	53.0	66.1	15	12	9	18	18	15	53
		000528.SZ	柳工	232	42%	60	81	115	36%	41%	15.4	20.7	26.7	15	11	9	18	17	14	48
		000680.SZ	山推股份	145	62%	23	44	59	92%	34%	9.8	12.5	15.1	15	12	10	14	16	40	25
	零部件	601100.SH	恒立液压	711	22%	12	18	19	42%	10%	26.3	31.0	37.0	27	23	19	29	31	40	28
		600761.SH	安徽合力	162	35%	30	46	61	57%	32%	14.6	16.9	19.5	11	10	8	12	13	13	19
	叉车	603298.SH	杭叉集团	239	41%	30	50	65	70%	30%	20.3	22.6	25.6	12	11	9	14	15	16	4
		603611.SH	诺力股份	48	61%	34	40	42	19%	5%	4.9	5.6	6.7	10	9	7	10	13	15	8
	高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	322	64%	20	34	38	71%	13%	21.2	25.6	30.3	15	13	11	16	22	33	7
	平均值			479	47%	64	106	139	62%	30%	28	35	43	16	13	11	18	19	22	31

3 风险提示

国际贸易摩擦风险。若美国新任总统就任后对我国及全球其他地区加征较大幅度关税，或导致出口企业利润受损，甚至失去在海外的竞争力。关税问题是多方博弈的结果，存在较大不确定性。

海运费上升风险。当前地缘冲突导致集装箱船绕行，箱船运力紧张，若运费持续上行，对于负担运费的出口企业的盈利将会造成直接影响，即使是FOB交付方式，也会由于货期延长对订单及收入确认节奏造成影响。

降息不及风险。当前美国CPI及通胀率距离达到降息要求的目标区间仍有一定差距，若年内不出现降息，或降息次数、节奏不及预期，可能导致海外需求持续低迷，进而对出口企业的营收和利润造成影响。

汇率波动风险。若企业出口产品主要结算货币为美元等外币，则人民币对外币的汇率波动将对公司的财务状况产生一定影响。

境外经营风险。产品出口国家和地区的政治环境、经济环境、法律法规的变动都会对公司境外业务的开展产生一定影响。若公司产品出口国家和地区出现政局动荡、经济萧条、对我国同类产品进行双反调查、知识产权保护增强、进口关税税率大幅提高等情形，将会对公司的境外经营产生不利影响。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载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。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A 股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基。



方正证券研究所

专注 · 专心 · 专业

北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座17层
长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

上海市静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳市福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层

广州市天河区兴盛路12号楼隼峰院2期3层方正证券