

策略對話行業

地產—基建鏈行情延續性幾何

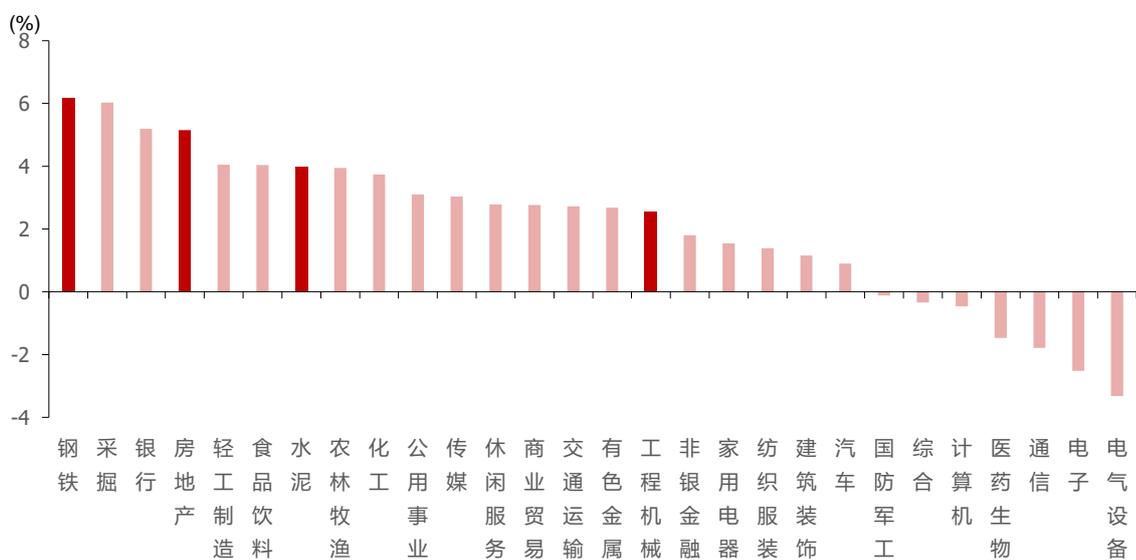
政策鬆動改善行業預期，地產—基建鏈有望取得階段超額收益。

- **策略：**近一周地產—基建鏈行業表現優異，出現了底部反轉跡象，這一變化緣於近期政策變化對市場預期的擾動。政治局會議定調下半年財政政策更偏積極，上半年專項債發行收力的背景下三季度基建發力概率很高；土拍兩集中政策出現鬆動，二批次核心城市土地出讓限定溢價上限15%，地產行業利基出現改善動向。歷史上房地產銷售、投資與基建投資在宏觀上行週期中表現出較高的協同性，目前地產—基建鏈行業指數年內收益落後，重點行業估值處於超低分位點，我們判斷板塊目前處於絕對收益區間，政策信號如能快速落地，行業邊際改善幅度足以使得相關行業取得階段性超額收益。
- **地產：**行業供給端的長效機制正在逐步建立和完善，新政最大的改變是調控由首輪的“控地價”向“控實際地價”轉變，我們認為這將在一定層面上控制住房企的拿地成本，使得首批集中供地以“競配建”、“競自持”等方式壓縮的利潤空間將得到一定的釋放，恒大不斷釋放的處理債務的方案緩解了之前市場對行業整體的信用風險擔憂。投資方面，後續可以期待二、三批次集中供地帶來的利潤率回升及估值修復，行業整體發展在經歷調整後將更趨良性，向“管理運營驅動”轉化，利好管理紅利、土儲充裕、資金、市場研判、運營管理、產品力、行銷能力等綜合實力強勁的頭部房企。
- **水泥：**Q2 行業基本面遭遇了最嚴峻的考驗，需求端基建需求、地產需求持續滑落，供給端價格鬆動、煤炭價格上行推升製造成本。但近期行業基本面在變好，產能置換新規出臺有望改善行業供給，基建托底作為重要政策工具有望重提，水泥行業需求有望得到邊際改善，區域協同執行力度有望得到恢復。三四季度為傳統施工旺季，行業需求也將迎來季節性回暖，水泥行業總體景氣度有望迎來修復期。
- **工程機械：**下半年北方礦山復工較多，多地重大專案進入密集開工期，我們認為隨著專項債發行加速，基建投資將持續發力，支撐工程機械需求，工程機械尤其是中大挖需求有望在四季度有所改善，全球疫情背景下國產挖機品牌海外銷量持續增長，有望受益美國基建投資計畫；混凝土機械方面，由於環保、治超等因素，替換需求仍旺盛；汽車起重機方面，大噸位趨勢明顯；塔機方面，加速更新換代將持續為 21 年行業高景氣度提供動力。
- **風險提示：**地方專項債發行進度低於預期；房地產調控政策趨嚴升級。

策略

地產—基建產業鏈股票出現底部反轉跡象。過去一周的市場風格發生了極大的翻轉，地產—基建鏈上的行業表現優異，高成長賽道板塊表現頹靡。從申萬多級行業指數表現看，地產—基建鏈上的鋼鐵（+6.2%，排名1）、房地產（+5.2%，排名4）、水泥（+4.0%，排名7）以及工程機械（本周+2.6%，上周+17.1%）均表現優異。這一風格的變化始於730政治局會議中對財政政策提法的超預期表述，會議公報中提到，下半年財政政策要“提升效能”、“合理把握進度”、“推動今年底明年初形成實物工作量”。在國內經濟恢復的判斷依然是“不穩固、不均衡”的背景環境下，結合今年上半年財政支出和專項債發行緩慢的客觀事實，不難看出當局動用穩增長工具的決心。地產政策層面，土拍兩集中政策出現鬆動跡象，自然資源部近期明確二批次核心城市土地出讓政策調整，限定土地溢價上限15%，強調不得通過調高底價、競配建等方式抬升實際房價。房住不炒大方針下，地價限制更加嚴格，行業利基出現改善現象。

圖表 1. 過去一周的市場風格發生了極大的翻轉，地產—基建鏈上的行業表現優異



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2. 最近幾次政治局會議對財政政策和基建相關表述

	2021-07-30	2021-04-30	2020-12-11	2020-07-30
財政政策	積極的財政政策要提升政策效能，兜牢基層“三保”底線，合理把握預算內投資和地方債券發行進度，推動今年底明年初形成實物工作量	積極的財政政策要落實落細，兜牢基層“三保”底線，發揮對優化經濟機構的推動作用		財政政策要更加積極有為，注重實效；保障重大專案建設資金，注重品質和效益
內需	把握國內市場潛力	要促進國內需求加快恢復，促進製造業投資和民間投資儘快恢復，做好國家重大專案用地點、補齊短板，貫通生產、分配、流通、消費各環節，形成裕裕行動綱要，以城鄉居民收入普遍增長支撐內需持續擴大	要扭住供給側結構性改革，同時注重需求側改革，打通堵點，配、流通、消費各環節、形成需求牽引供給、供給創造需求的更高水準動態平衡，提供國民經濟整體效能	要持續擴大國內需求，克服疫情影響，擴大最終消費，為居民消費升級創造條件。要著眼長遠，積極擴大有效投資，鼓勵社會資本參與。要加快新型基礎設施建設，深入推進重大區域發展戰略，加快國家重點戰略專案實施步伐。要以新型城鎮化帶動投資和消費需求，推動城市群、都市圈一體化發展體制創新

資料來源：政治局會議，中銀證券

圖表 3. 近期其他政策檔對財政政策的表述

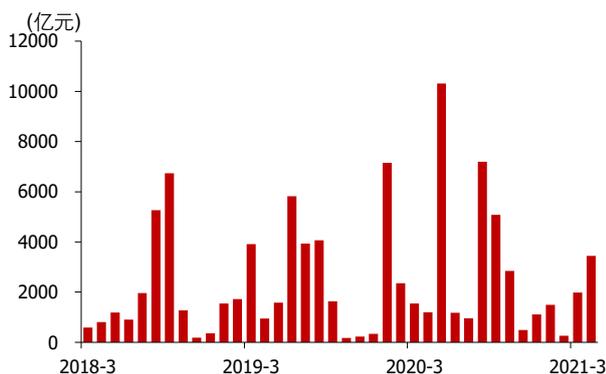
內容簡要

2021-03-05	2021年財政收支形勢十分嚴峻，預算平衡難度進一步加大，債務等重點領域風險不容忽視，必須切實增加財政可持續性
2021-03-31	引導地方利用財政收入恢復性增長，合理降低政府杠杆率，防止盲目鋪新攤子，增加財政可持續性
2021-04-13	不折不扣落實過緊日子要求，厲行節約辦一切事業，建立節約型財政保障機制，精打細算，嚴控一般性支出
2021-07-30	下半年財政部門將繼續執行把握新發展階段，貫徹新發展理念，構建新發展格局，推動高品質發展的要求，統籌疫情防控和社會經濟發展，保持財政政策連續性穩定性和持續性，助力鞏固經濟穩中向好的態勢
2021-07-31	積極的財政政策要提升政策效能，兜牢基層“三保”底線，合理把握預算內投資和地方債券發行進度，推動今年底明年初形成實物工作量

資料來源：中國政府網，中銀證券

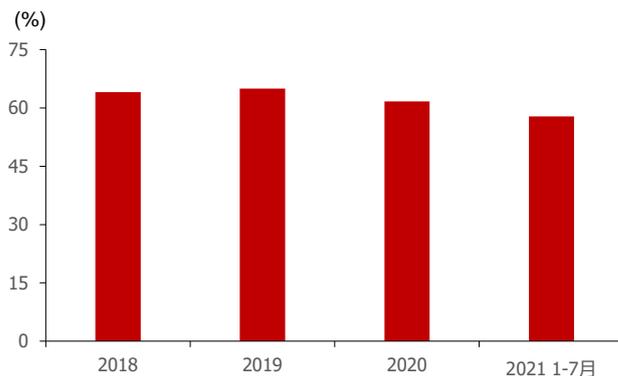
上半年專項債發行收力，三季度基建發力潛力足。今年1-7月，一般政府債券發行進度為64%，基本符合預期，但專項債發行進度明顯低於預期，一定程度上是因為今年專項債券恢復常態化管理，放寬了地方發行時間要求。根據萬得的統計，截止7月，2021年地方政府新增專項債發行額1.35萬億，約占全年發行限額3.65萬億的37.1%，與之形成對比的是2019年1-7月新增發行1.95萬億元，占全年目標75.2%；2020年1-7月新增發行2.47萬億，占全年目標59.6%，今年專項債發行速度明顯偏慢。從歷年季度新增專項債發行規模看，Q4一般是專項債發行的淡季，因此今年Q3專項債的發行規模有望出現爆發性的增長（若全年能夠足額發行）。根據中銀固收組的統計匯總，三季度已披露各地新增專項債擬發行規模已達到1.33萬億，占到全年發行限額的36.4%。從專項債的基建投放占比來看，今年的資料略有下降，一定程度上是被民生消費方向的投放所擠佔，後期有均值回歸的可能性。預計基建增速在7月之後會連續反彈，但節奏上有一定未知性，今年暑期的極端天氣以及新冠疫情復起預計仍將影響施工節奏，有一定概率專項債發行後會置到今年年底乃至明年年初。

圖表 4. 地方專項債發行情況，2021 上半年明顯收力



資料來源：iFind，中銀證券

圖表 5. 今年專項債中投資於基建領域的比例也低於往年



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 6. 地方政府新增專項債預期目標情況



資料來源：萬得，財政部，中銀證券

圖表 7. 2021 年地方政府專項債新增額情況



資料來源：萬得，財政部，中銀證券

房地產協同基建，歷史上房地產銷售、投資與基建投資在宏觀上行週期中表現出較高的協同性。通過觀察房地產行業表徵資料與基建投資在過去幾輪宏觀週期中的關係，我們發現，房地產銷售額與基建投資在過去幾輪宏觀小週期中協同性較好，而房地產建安投資與基建投資在宏觀上行週期中協

同性較好，而在宏觀下行週期中共振較弱，存在一定的對沖關係。我們認為類似規律存在的本質是背後貨幣與財政政策階段性任務的不同所導致的結果，政策層面的協同/角力表現為資料上規律性的波動。今年 3 月份房地產銷售拐點出現，之後持續下行，調控政策升級持續拉緊開發商資金鏈條，開發投資增速也同步下行，不過隨著 7 月份新開工和竣工資料拐點的出現，三季度可能房地產投資資料會有個小反彈，對開發投資帶來支撐。

圖表 8. 房地產銷售與基建投資的協同性



資料來源：萬得，中銀證券

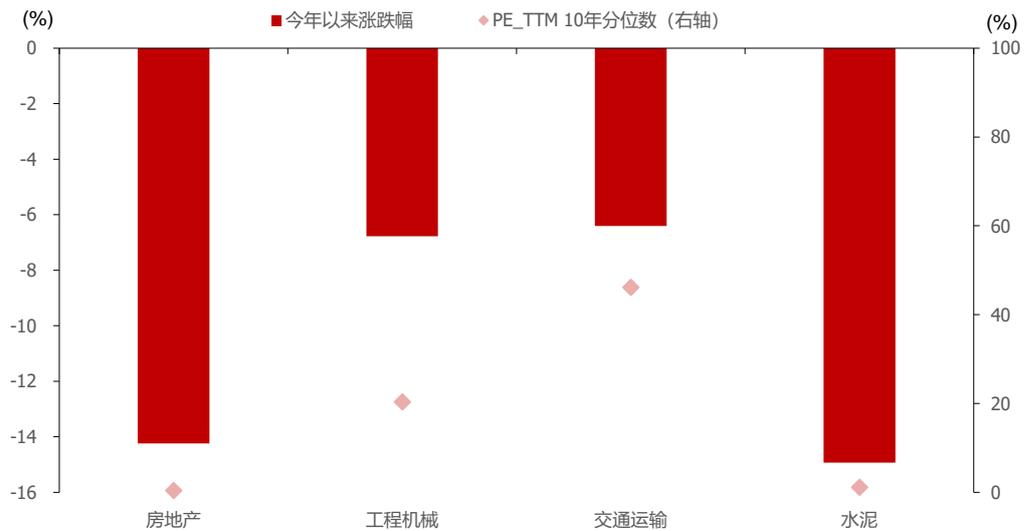
圖表 9. 房地產建安投資與基建投資在宏觀上行期的協同性



資料來源：萬得，中銀證券

地產—基建鏈板塊目前處於絕對收益區間，關注政策預期落地後的行業邊際改善。今年以來，地產—基建產業鏈相關行業是表現最差的幾個行業之一，截止 8 月 13 日，房地產、工程機械（二級行業）、交運、水泥（二級行業）全年收益仍在 0 以下，地產、水泥收益在-15~-14%之間，工程機械、交運收益在-7~-6%之間，均跑輸滬深 300 基準。從行業估值分位數上看，以 PE_TTM 10 年區間度量，地產、水泥在 2%分位元數以下，工程機械在 20%分位元數附近。我們認為總體來看地產—基建鏈板塊目前處於絕對收益佈局區間，政策信號如能快速落地，行業邊際改善幅度足以使得相關行業取得階段性超額收益。

圖表 10. 地產—基建鏈板塊相關行業年內表現以及當前估值分位數



資料來源：萬得，中銀證券

房地產

之前的報告就一直表明了 8、9 月份將有一波地產的行情，一方面 8 月是房企中報集中發佈期，業績確定性較強，因此會有估值修復的機會。截止到 8 月 13 日，房地產板塊 PE7.31X，較去年同期下降了 2.7X，處於歷史相對低位。從主流房企來看，當前主流房企 PE 多在 3-5X 之間，均值 4.1X，處於相對更低位。我們預計第一梯隊的龍頭房企 21 年業績增速在大個位數到兩位數，因此當期估值水準較低。

從基本面上看，行業供給端的長效機制正在逐步建立和完善。土拍兩集中是在以往以需求端政策為主要調控手段的基礎上，從土地供應量和價格的角度切入，從原材料端控制住不理性的行為，從而抑制向高房價傳導的非良性迴圈。從第一批土拍的結果來看，其實並不理想，22 城首批集中供地平均樓面價 9993 元/平；平均溢價率較 2020 年全年增長 1.5pct 至 15.3%，整體表現較為火熱，與中央“穩地價”政策初衷存在一定偏差。房企利潤率並沒有如預期中的明顯回升，主要原因在於上半年僅有一輪土拍，開發商急於補貨在年內實現銷售，以完成今年的銷售目標，因此首批集中土地出讓土拍熱度較高。就此，7 月 22 日韓正明確提出“加快完善‘穩地價’工作機制，優化土地競拍規則，建立有效的企業購地資金審查制度”。本周自然資源部對未來的集中供地試點城市的供地部門作出新的部署，明確要求了“建立有效的購地審查制度，加強對房地產企業購地資金的來源審查”、“單宗地溢價率不得超過 15%”的同時“不得以競配建等方式增加實際地價”。我們可以看到，新政最大的改變是調控由首輪的“控地價”向“控實際地價”轉變，我們認為這將在一定層面上控制住房企的拿地成本，使得首批集中供地以“競配建”、“競自持”等方式壓縮的利潤空間將得到一定的釋放。同時房企拿地將更加理性，疊加中央加強購地企業資格和資金審查，參拍企業的數量及要求會受到一定限制，土拍熱度得到一定的抑制。我們預計房企在第二批、第三批拿地中的利潤率將有所回升。

恒大不斷釋放的處理債務的方案緩解了之前市場對行業整體的信用風險擔憂。恒大通過出售資產包、旗下上市公司股權等方法進行自救。整個行業從原先的非上市公司暴雷整合到連續多個上市房企出現流動性風險，實際是一個加速洗牌的過程。從接盤方來看，央企國企的可能性較大，這將逐漸重整形業標杆房企的地位和蛋糕，未來行業將更加規範透明化。保利集團及高管發佈增持公告，充分顯示出大型央企認為當前股價被低估，這一行為增強了市場信心。

我們認為，隨著部分拿地激進型房企逐步降低投資力度，疊加按揭利率上行帶來的銷售增速放緩、熱點城市土拍政策持續優化，預計下半年房企拿地或更趨理性，土地市場有望逐步降溫。板塊投資方面，由於首批集中土地出讓利潤率不及預期，短期房企估值或仍將持續承壓，後續可以期待二、三批次集中供地帶來的利潤率回升及估值修復。行業供給端的長效機制不斷完善，落實了從融資端到投資端的透明化管理，行業整體發展在經歷調整後將更趨良性，向“管理運營驅動”轉化，利好管理紅利、土儲充裕、資金、市場研判、運營管理、產品力、行銷能力等綜合實力強勁的頭部房企。我們建議關注：1) 開發板塊：金地集團、萬科 A、保利地產、龍湖集團、佳兆業集團。2) 物業板塊：碧桂園服務、永升生活服務、華潤萬象生活、融創服務、新城悅服務、寶龍商業。

水泥

2021 年二季度，水泥行業基本面遭遇了最嚴重的考驗。首先是基建需求，基於控制政府杠杆率的出發點以及上半年經濟資料表現想好，基建托底作用再次被弱化。其次是地產需求，在集中供地，三條紅線以及限制拿地等政策作用下，地產開工需求增速下滑，二季度開工增速為負。第三是供給端，隨著需求下行，價格鬆動，行業協同已無法維持價格，部分地區企業有放開的傾向，價格加速下滑，對水泥利潤造成衝擊。第四是成本段，煤炭價格的加速上行推升企業製造成本，平均噸成本提升 10-15 元不等。2021 年上半年以來，基建與地產開工這兩項水泥最大的需求來源增速均下行，基建中的交運郵儲和公用水利(市政為主)是基建水泥需求最大的來源，地產中新開工增速是地產水泥主要需求來源。根據統計局資料，基建中交運郵儲和公用水利二季度分別投資 2.0 和 2.6 萬億，同比分別增長 0.1% 和 0.0%；地產新開工 6.5 億平，同減 6.1%。

產能置換新規出臺有望改善行業供給。工信部發佈的《水泥玻璃行業產能置換實施辦法》新政策提升了水泥產能置換標準，更加周全，減少一刀切，但標準也更加嚴格。具體來看，新政提高了水泥專案產能置換比例，大氣污染防治重點區域水泥專案由 1.5:1 調整至 2:1，非大氣污染防治重點區域由 1.25:1 調整至 1.5:1；將光伏玻璃排除在產能置換範圍之外，新《辦法》8 月 1 日正式實施，舊《辦法》同時廢止。新《辦法》中，水泥專案產能置換比例提高，大氣污染防治重點區域水泥專案由 1.5:1 調整至 2:1，非大氣污染防治重點區域由 1.25:1 調整至 1.5:1；同時低效產能壓減力度有所加大，對產業結構調整目錄限制類的水泥產能以及跨省置換水泥項目，產能置換比例一律不低於 2:1。新《辦法》出臺後，水泥行業產能約束進一步加強，行業供給有望進一步收縮，行業格局進一步優化。

圖表 11. 兩版《水泥玻璃產能置換實施辦法》比較

內容	2021《水泥玻璃行業產能置換實施辦法》	2018《水泥玻璃行業產能置換實施辦法》	點評	內容
繼續嚴控新建產能	嚴禁備案和新建擴大產能的水泥熟料。確有必要新建的，必須制定產能置換方案，實施產能置換。	嚴禁備案和新建擴大產能的水泥熟料。確有必要新建的，必須 實施減量或等量 置換，制定產能置換方案。	繼續嚴控水泥與熟料新建產能，嚴格執行產能置換。	繼續嚴控新建產能
置換標準：水泥由 1.5:1 與 1.25:1 上調至 2:1 與 1.5:1，玻璃無變化	水泥：大氣污染防治重點區域實施產能置換的水泥熟料產能置換比例分別不低於 2:1；其他區域產能置換比例不低於 1.5:1。產業結構調整目錄限制類的水泥產能以及跨省置換水泥項目，產能置換比例一律不低於 2:1	水泥：環境敏感區的水泥熟料建設項目，置換比例為 1.5:1；其他非環境敏感地區比例為 1.25:1；西藏地區的水泥熟料建設專案執行等量置換。	<p>1.水泥產能置換比例提高： 水泥行業產能約束進一步加強，行業供給有望進一步收縮，行業格局進一步優化。</p> <p>2.西藏不再區別對待，區域格局有望改善：近年西藏水泥受新增供給以及外省水泥衝擊，價格回落較多，不再是全國水泥市場的淨土，一視同仁有望改善西藏水泥供給格局。</p>	置換標準：水泥由 1.5:1 與 1.25:1 上調至 2:1 與 1.5:1，玻璃無變化
政策鼓勵：白色矽酸鹽水泥熟料指標減半；鼓勵固廢綜合利用	<p>1. 新建白色矽酸鹽水泥熟料項目，其產能指標可減半。但新建白色矽酸鹽水泥熟料項目產能不能再置換為通用水泥和其他特種水泥熟料。其他特種水泥產能置換比例與通用水泥相同。</p> <p>2. 鼓勵固廢綜合利用。湖北、貴州等五省磷（鈦、氟）石膏生產水泥項目，且替代石灰石原料 70% 以上的，可以在省內水泥熟料產能總量不增加的條件下，由本省統籌調節全省產能指標，根據磷（鈦、氟）石膏的處置量，科學合理確定新上項目數量和佈局，實施等量置換。</p>	<p>1. 鼓勵白色矽酸鹽水泥熟料項目，白色矽酸鹽水泥主要用於建築物的裝飾而非與普通水泥或其他特種水泥一樣作為建築結構材料，不形成競爭關係，不影響普通水泥的供給格局，區別對待體現了新政策更具體，而非一刀切。</p> <p>2. 鼓勵固廢綜合利用，鼓勵石灰石原料的替代材料。</p>	政策鼓勵：白色矽酸鹽水泥熟料指標減半；鼓勵固廢綜合利用	
置換指標更加嚴格	<p>1. 已超過國家明令淘汰期限的落後產能，已享受產能退出補貼的生產線，無水泥產品生產許可證或許可證過期或許可證過期的水泥熟料產能。</p> <p>2. 違反錯峰生產規定被省級及以上工業和資訊化主管部門或環保部門約談後拒不改正的水泥企業所涉及熟料產能。</p> <p>3. 2013 年以來，連續停產兩年及以上的水泥熟料生產線產能（因省級主管部門制定或同意的錯峰生產方案以及因地方規劃調整導致此情況的除外）。</p>	<p>1. 用於建設項目置換的產能，應當為 2018 年 1 月 1 日以後在省級工業和資訊化主管部門（以下簡稱省級主管部門）門戶網上公告關停退出的產能。</p> <p>2. 已超過國家明令淘汰期限的落後產能，已享受獎補資金和政策支援的退出產能，無生產許可的水泥熟料產能，均不得用於產能置換。</p> <p>3. 用於置換的產能指標不得重複使用。</p>	<p>產能置換效果有望提升：嚴格防止已退出產線、僵屍產線、問題產線等佔用產能置換指標。對產能置換方案審核把關、監督落實等工作中存在失職、瀆職等行為的個人，將提請相關部門依法依紀追究相關責任。產能置換的退出產線要求更明確，追責更加明晰，有望提升產能置換的實際執行效果。</p>	置換指標更加嚴格

資料來源：工信部，中銀證券

基建托底作為重要政策工具有望重提，水泥行業需求有望得到邊際改善：梳理最近幾次政治局會議以及其他政策文件對基建和財政政策相關的表述，我們認為目前財政政策已經進入了精準調控的時代。政府以及市場對經濟景氣水準的把握和感知水準有提升，政府調控能力也有提升。當前來看，下半年經濟增速有一定的下行壓力，隨著海外新冠變異病毒蔓延，疫情有重新抬頭的趨勢。如果下半年出口需求下滑，那麼在當前消費活力下行以及“房主不炒”的大環境下，基建托底作為政策工具箱中的重要調控手段，近期將被重提。隨著基建需求回升，水泥行業需求有望得到邊際改善。

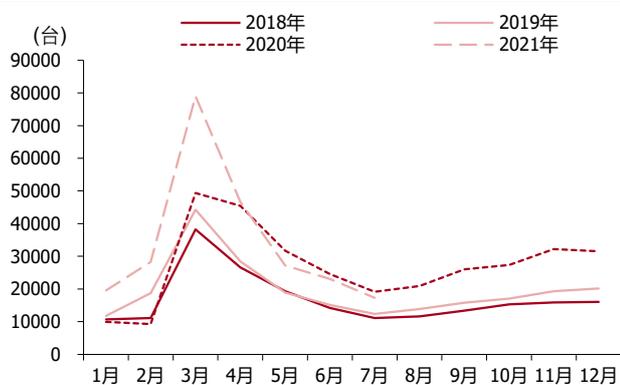
水泥行業總體景氣度有望迎來改善：總體看，我們認為供給端隨著《水泥玻璃產能置換實施辦法》的推進行業供給有望進一步收縮，而且隨著行業需求回歸正常，區域協同執行力度有望得到恢復。需求端隨著基建投資重提，行業需求有望得到邊際改善，而且三四季度為施工旺季，行業需求也將迎來季節性回暖，水泥行業總體景氣度有望迎來改善。

工程機械

730 政治局大會傳遞信號，下半年專項債有望加速發放，挖機銷量有望四季度扭轉頹勢。7月30日中央政治局會議提出，在需求端要加快推進“十四五”規劃重大工程項目建設，合理把握預算內投資和地方政府債券發行進度，推動今年底明年初形成實物工作量；同時在成本端統籌有序做好大宗商品的保供穩價。**進入下半年，北方礦山復工較多，多地重大專案進入密集開工期，我們認為隨著專項債發行加速，基建投資將持續發力，支撐工程機械需求，挖機銷量尤其是中大挖需求有望在四季度有所改善。**

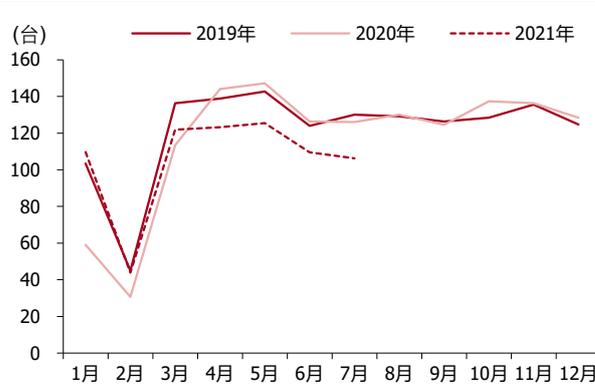
項目開工低迷，二季度以來挖掘機銷量較去年相比有所下滑。根據中國工程機械工業協會統計資料，7月納入統計的25家主機製造企業共計銷售挖掘機17345台，同比下降9.2%，2021年1-7月，共銷售挖掘機241178台，同比增長27.2%。我們認為增速下降的主要原因有：1) 受就地過節政策影響，2021年銷售旺季前移，2、3月市場銷量大超預期，預支了二季度需求；2) 專項債發放不及預期、融資收緊疊加供地兩集中背景下，基建、房地產新開工低迷；3) 受原材料價格上漲、環保政策影響，部分專案延遲開工。

圖表 12. 挖掘機月銷量情況



資料來源：萬得，中國工程機械工業協會，中銀證券

圖表 13. 小松中國區開工小時數 4-7 月較往年有所下滑



資料來源：小松官網，中銀證券

全球疫情的持續蔓延為國產品牌走出去創造更好的環境，挖機海外銷量持續增長。隨著海外主要挖掘機市場區域疫情的緩解、逆週期調節的加強及補償性需求的釋放，21年海外市場需求出現明顯的反彈，出口的高增長也為挖掘機銷量提供了強有力的支撐。根據中國工程機械工業協會統計資料，2021年7月挖掘機出口5016台，同比增長75.6%，1-7月，共出口挖掘機35149台，同比增長102.1%。我們認為由於國內疫情在全球率先得到有效控制，國內主機廠也較早實現復工復產，在產能、供應鏈、銷售服務網路等方面有較強的保障，與外資品牌主機廠相比優勢明顯，海外疫情的持續發酵為國產品牌走出去創造了更好的環境，20年國產主機龍頭出口不降反升體現海外市場滲透率進一步提升，國產品牌產品綜合競爭力愈來愈強。中長期來看，海外市場擁有比國內市場更大的行業空間，隨著國產品牌國際化佈局的全面鋪開，海外銷售管道、經銷服務網路不斷的優化，國內工程機械龍頭企業將逐漸成為全球工程機械領軍企業，目前國內品牌在海外的市場份額還較低，海外的市場將為國內工程機械龍頭企業的中長期可持續發展提供強勁動力，也有助於平滑國內工程機械行業的週期波動。

混凝土機械由於環保、治超等因素，替換需求仍旺盛。混凝土泵車施工順序相比挖掘機有所滯後，使用壽命也更長，並且上一輪週期過渡出清更嚴重，因而其復蘇相對較晚，實際上2018年行業才開始復蘇，下游客戶的資金狀況有了明顯的好轉，二手機也基本出清，購置新機的意願不斷增強。並且2021年7月份正式實行道路移動機械國六標準，上一輪週期高點銷售的國三車型，將逐漸進入更新週期。雖然近兩年雖然市場新增了一定的泵車，但目前仍供需偏緊，體現為下游攪拌站或泵送公司客戶投資回收期短、泵送方量充足、設備出租率高，我們預計2021年銷量仍有望實現高速增長。另外無錫超載事件發生後，治超的力度逐漸加大，20年攪拌車的銷售中標載型號車型開始佔據主流，保有量中較多的超載型號會帶來標載型號翻倍的替換需求。

汽車起重機大噸位趨勢明顯，塔機加速更新換代為21年行業高景氣度提供動力。汽車起重機景氣週期略滯後挖掘機，兩者大致同步，但週期波動程度更強，受益風電裝機及石化需求的釋放，大噸位需求增長明顯。根據發改委發佈的《關於完善風電上網電價政策的通知》，2021年底前仍未完成並網的，國家不再補貼，2021年風電搶裝潮仍將繼續帶動起重機大噸位產品需求。裝配式建築滲透率的持續提升及施工工地對設備年限要求的趨嚴會加速塔機的更新換代，塔機的保有量目前雖超40萬台，但存在大量的裝配精度和作業強度低的中小塔機，這些塔機急需進行升級換代，預計2021年行業銷量有望突破6萬台。

風險提示

地方專項債發行進度低於預期；房地產調控政策趨嚴升級。

披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它協力廠商都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，將通過公司網站披露本公司授權公眾媒體及其他機構轉載或者轉發證券研究報告有關情況。如有投資者于未經授權的公眾媒體看到或從其他機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

評級體系說明

以報告發佈日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

公司投資評級：

- 買入：預計該公司股價在未來 6-12 個月內超越基準指數 20% 以上；
- 增持：預計該公司股價在未來 6-12 個月內超越基準指數 10%-20%；
- 中性：預計該公司股價在未來 6-12 個月內相對基準指數變動幅度在 -10%-10% 之間；
- 減持：預計該公司股價在未來 6-12 個月內相對基準指數跌幅在 10% 以上；
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

行業投資評級：

- 強於大市：預計該行業指數在未來 6-12 個月內表現強於基準指數；
- 中性：預計該行業指數在未來 6-12 個月內表現基本與基準指數持平；
- 弱於大市：預計該行業指數在未來 6-12 個月內表現弱於基準指數。
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。

風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券股份有限公司證券分析師撰寫並向特定客戶發佈。

本報告發佈的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能夠充分理解證券研究報告，具備專業資訊處理能力的中銀國際證券股份有限公司的機構客戶；2) 中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券股份有限公司不以任何方式或管道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券股份有限公司的個人客戶從任何外部管道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券股份有限公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密資訊，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出於任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自刊載或轉發的，中銀國際證券股份有限公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券股份有限公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何資訊、材料或內容只提供給閣下作參考之用，並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券股份有限公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券股份有限公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的資訊或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發佈其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點並不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的位址或超級連結。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些位址或超級連結（包括連接到中銀國際集團網站的位址及超級連結）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基於現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠資訊也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

中銀國際證券股份有限公司

中國上海浦東
銀城中路 200 號
中銀大廈 39 樓
郵編 200121
電話: (8621) 6860 4866
傳真: (8621) 5888 3554

相關關聯機構：

中銀國際研究有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
致電香港免費電話:
中國網通 10 省市客戶請撥打: 10800 8521065
中國電信 21 省市客戶請撥打: 10800 1521065
新加坡客戶請撥打: 800 852 3392
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際證券有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區
西單北大街 110 號 8 層
郵編: 100032
電話: (8610) 8326 2000
傳真: (8610) 8326 2291

中銀國際(英國)有限公司

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

中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號
7 Bryant Park 15 樓
NY 10018
電話: (1) 212 259 0888
傳真: (1) 212 259 0889

中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z
新加坡百得利路四號
中國銀行大廈四樓(049908)
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371