

行业处于调整周期中，关注结构性投资机会

——2009 年机械行业投资策略报告

行业评级

工程机械：中性（维持）

机床：中性（维持）

重点公司

山推股份	8.02 元	推荐	
07A	08E	09E	
EPS	0.59	0.79	0.87
P/E	13.59	10.15	9.22
中联重科	11.88 元	推荐	
07A	08E	09E	
EPS	0.88	1.06	1.11
P/E	13.50	11.21	10.70
徐工科技	15.39 元	推荐	
07A	08E	09E	
EPS	0.93	1.45	1.55
P/E	16.55	10.61	9.93
上海机电	8.36 元	观望	
07A	08E	09E	
EPS	0.59	0.56	0.53
P/E	14.17	14.93	15.77

相关研究

2008 年四季度机械行业投资策略
报告 08 年 09 月 20 日
2008 年三季度机械行业投资策略
报告 08 年 06 月 20 日

地址：南京市中山东路90号
电话：(8625) 84457777
<http://www.htsc.com.cn>

行 业：机械行业

研究员：陈耀邦

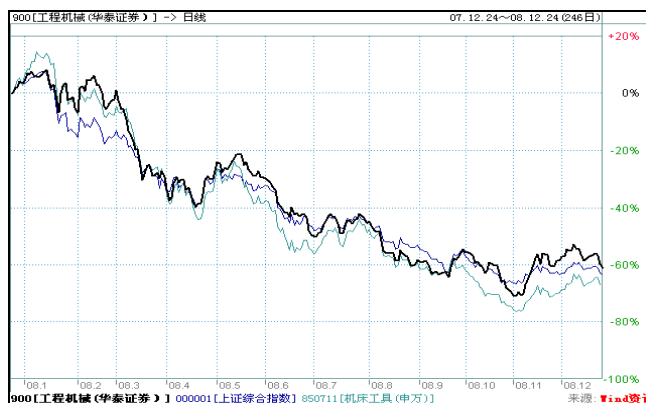
电 话：025-84457777-349

E-mail: yaobangchen@yahoo.com.cn

2008 年 12 月 26 日

投资要点：

- 制造业采购经理指数 10 月和 11 月大幅回落，而新订单和出口订单指数也大幅回落，按照一般采购周期 3-6 个月，09 年二季度开始行业销售将会继续大幅下降，我们预计降幅将达到 30%以上。
- 机械产品价格变动敏感性较低，且相对滞后于原材料价格的波动。08 年 8 月份开始的钢材等原材料价格的大幅下跌将提升行业 09 年上半年毛利率水平，09 年下半年由于成本下降带来机械产品售价下降将拉低行业毛利率，而由于 08 年下半年行业毛利率水平相对较低，因而 09 年全年机械行业毛利率水平将比 08 年有所上升。
- 09 年由于行业景气度下降，订单减少，产能将大量过剩，企业资产运营效率也将大幅下降。我们预计 09 年机械行业上市公司经营状况将恶化，企业财务压力加大，行业整体业绩将大幅下滑。
- 我们维持工程机械行业“中性”评级，维持机床行业“中性”评级。目前行业整体估值偏高，我们预计 09 年一季度为工程机械行业最糟糕的时候，二季度由于投资拉动行业将略有好转，股价大幅调整后可重点关注政府投资受益相对较大的股票：山推股份、徐工科技以及中联重科。



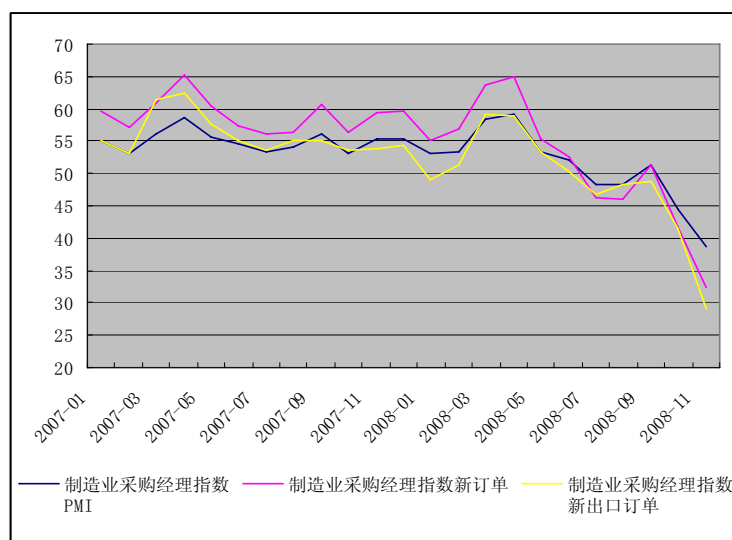
一、09 年机械行业下游需求将持续萎缩

08 年三季度策略报告中我们指出行业未来需求放缓，景气度下降，将迎来周期性调整，08 年下半年行业实际情况与我们预期一致。目前我们继续维持我们的观点，09 年机械行业下游需求将持续萎缩，行业将继续面临调整。

08 年 1~10 月份机械行业共完成工业总产值 74839.23 亿元，同比增长 26.52%，增速比上月回落 1 个百分点。1~10 月份全行业完成销售产值 72998.28 亿元，同比增长 26.77%，增速比上月回落 1.03 个百分点。1~10 月总产值和销售产值增速连续 4 个月出现环比回落，且回落速度有所加快。

制造业采购经理指数 10 月和 11 月大幅回落，而新订单和出口订单指数也大幅回落，按照一般采购周期 3-6 个月，09 年二季度开始行业销售将会继续大幅下降，我们预计降幅将达到 30%以上。

图 1：制造业采购经理指数情况

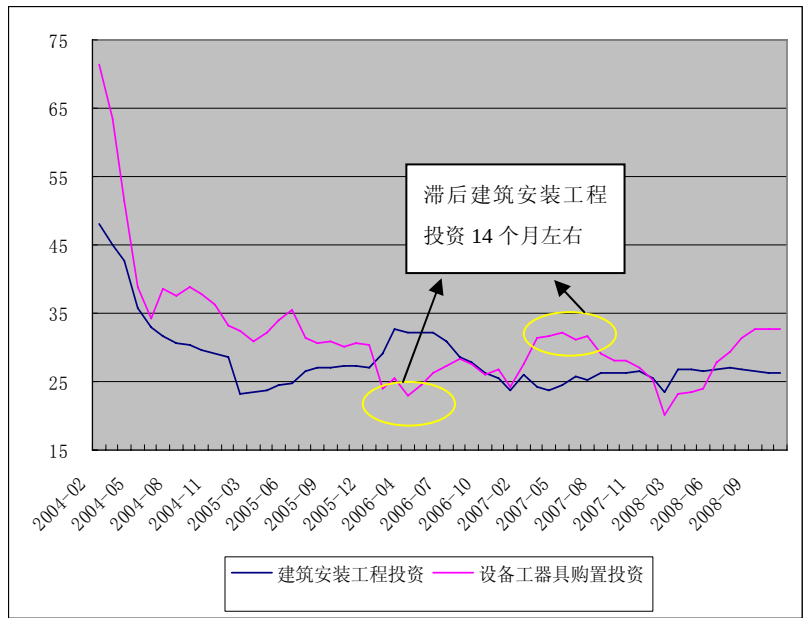


资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

我们看到固定资产投资中设备工具投资一般滞后建筑安装工程投资大约为 14 个月，08 年建筑安装工程投资基本保持在 27%左右的稳定水平，而设备工具投资的大幅增长将挤压 09 年的需求，同时由于企业

财务压力加大将缩减投资，对建筑安装工程中的设备工具投资也将趋于谨慎，这将带来机械行业 09 年需求的大幅下滑。

图 2：固定资产投资完成额累计同比增长（%）



资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

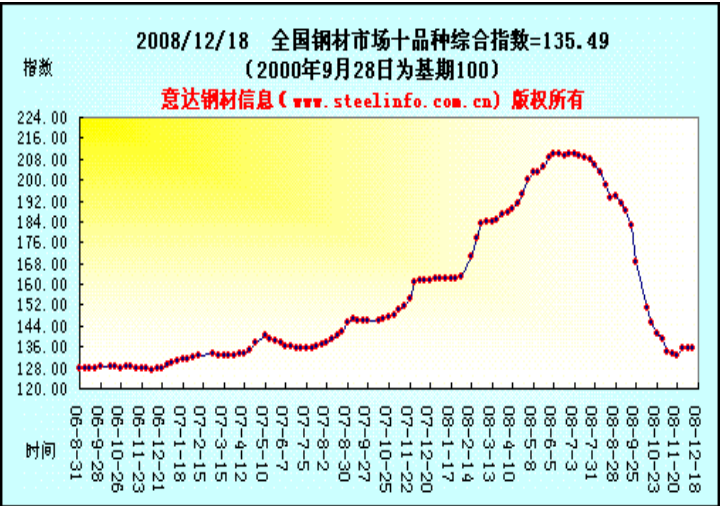
二、原材料价格下降提升行业 09 年毛利率水平

06 年开始机械行业处于景气周期中，由于钢材等原材料以及核心零部件等占到行业成本大约为 60%，机械行业企业一般保持 3-6 个月的原材料储备，目前由于原材料价格的大幅波动，企业对于原材料的库存储备大幅下降。

机械产品价格变动敏感性较低，且相对滞后于原材料价格的波动。08 年 8 月份开始的钢材等原材料价格的大幅下跌将提升行业 09 年上半年毛利率水平，09 年下半年由于成本下降带来机械产品售价下降将拉低行业毛利率，而由于 08 年下半年行业毛利率水平相对较低，因而 09 年全年机械行业毛利率水平将比 08 年有所上升。

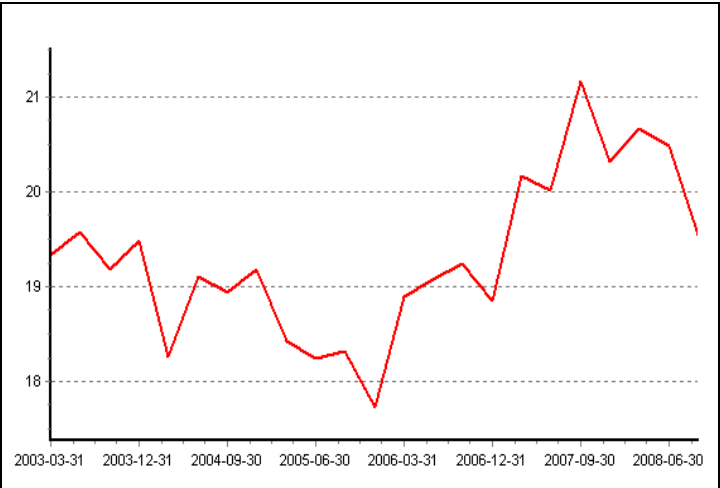
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图 3：钢材市场价格走势



资料来源：意达钢材信息

图 4：机械行业季度毛利率情况（%）



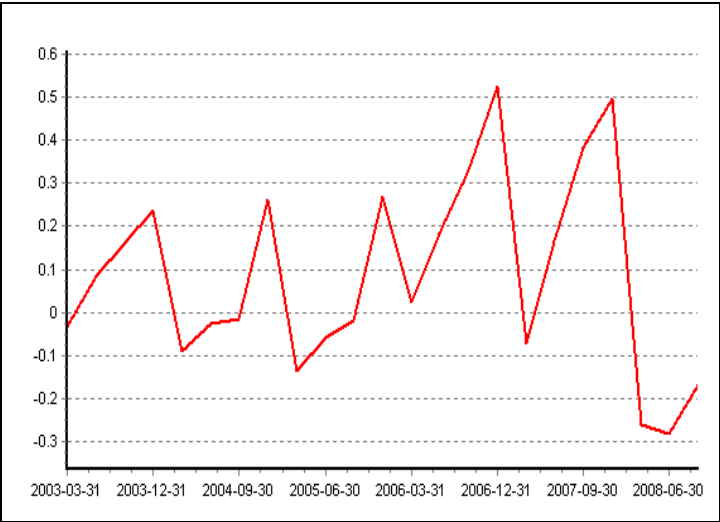
资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

三、机械行业整体经营状况恶化，09 年难有起色

08 年机械行业上市公司季度每股经营现金流大幅低于 03-07 年的平均水平，而企业存货周转率和应收账款周转率与 07 年同期相比也呈加速下降趋势。06 年开始机械行业处于景气周期中，通用设备、专用设备和交运设备固定资产投资完成额月度同比增长保持 30%以上增速（只有交运设备少数月份低于 30%）。09 年由于行业景气度下降，订单减少，产能将大量过剩，企业资产运营效率也将大幅下降。我们预计 09 年机械行业上市公司经营状况将恶化，企业财务压力加大，行业整

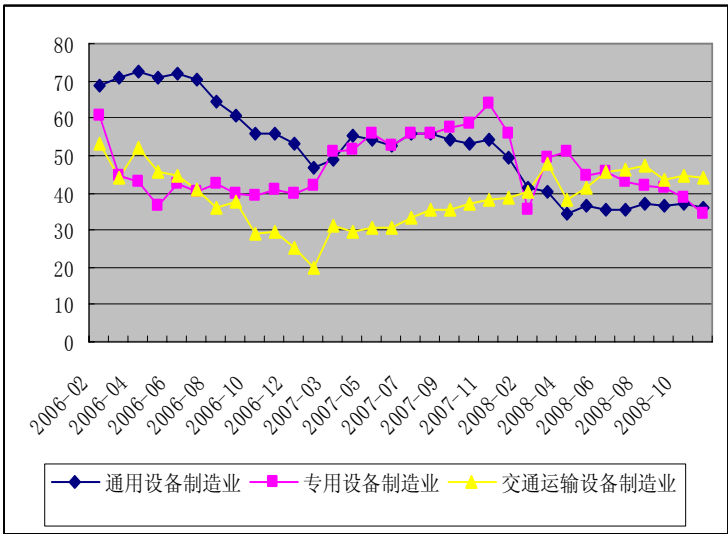
体业绩将大幅下滑。

图 5：机械行业上市公司季度每股经营现金流情况



资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

图 6：机械行业固定资产投资实际完成额累计同比增长情况（%）



资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

四、子行业投资策略

1、工程机械行业：政府投资部分缓解行业需求下降压力

（1）下游需求持续下滑，政府投资 09 年二季度开始将部分缓解行业需求下滑压力

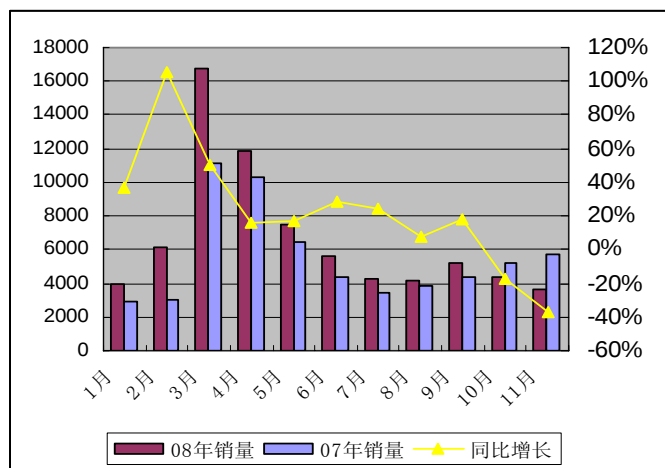
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

10 月份和 11 月份挖掘机、装载机和推土机销量同比增速持续下滑，其中装载机连续四个月销量同比下降，且其下降幅度不断扩大，11 月份装载机销量同比下降了 48.05%。推土机销量 11 月份同比下降了 19.76%，为 08 年月度销量同比首次下降。挖掘机连续两个月销量同比下降，其中 11 月份同比下降了 37.14%，小挖下降幅度略好于其他挖掘机品种，11 月份小挖销量同比下降了 27.46%。

叉车销量同比下降幅度在 5%左右，幅度相对较小，但由于叉车出口 65%销往欧美发达国家，目前欧美经济前景黯淡，我们预计未来 6 个月叉车销量降幅将扩大。

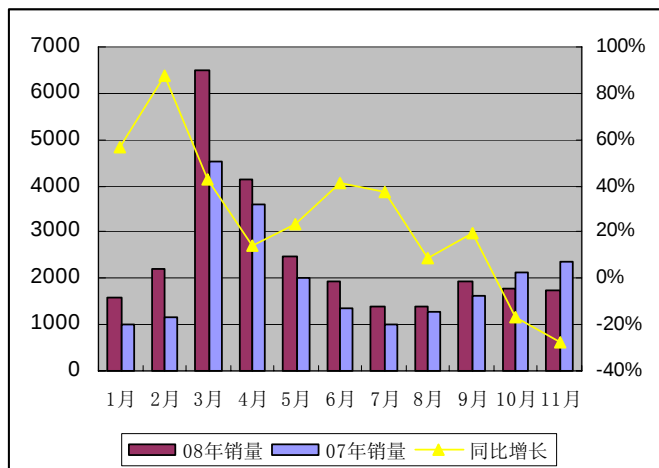
目前新开工项目计划总投资额累计同比增速处于 5%左右的较低水平，我们预计 09 年一季度工程机械行业下游需求将继续下降。目前国家加大政府投资保增长，考虑春节影响以及项目具体实施前期准备，我们预计投资拉动对工程机械需求提升将从 09 年二季度开始有所体现。

图 7：挖掘机月度销量情况



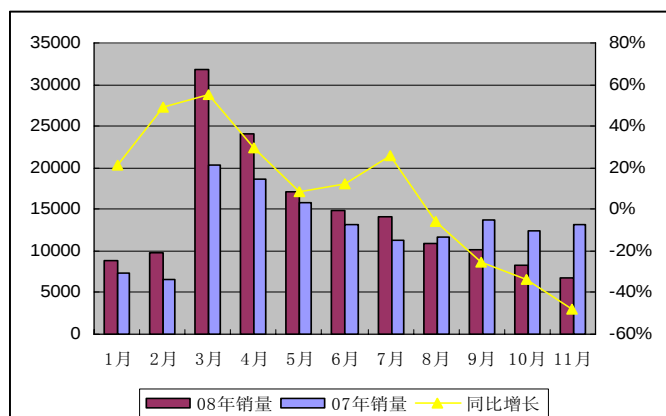
资料来源：华泰证券研究所

图 8：小型挖掘机月度销量情况



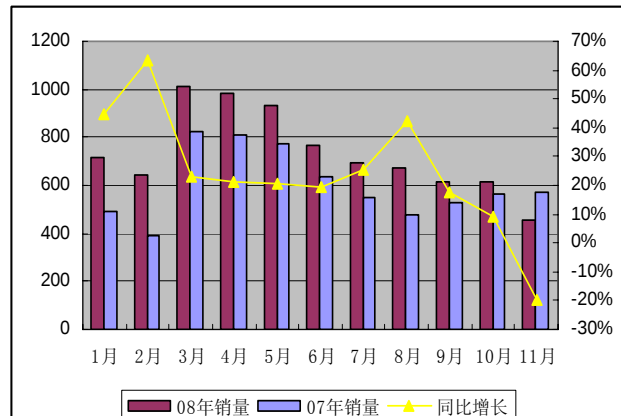
资料来源：华泰证券研究所

图 9：装载机月度销量情况



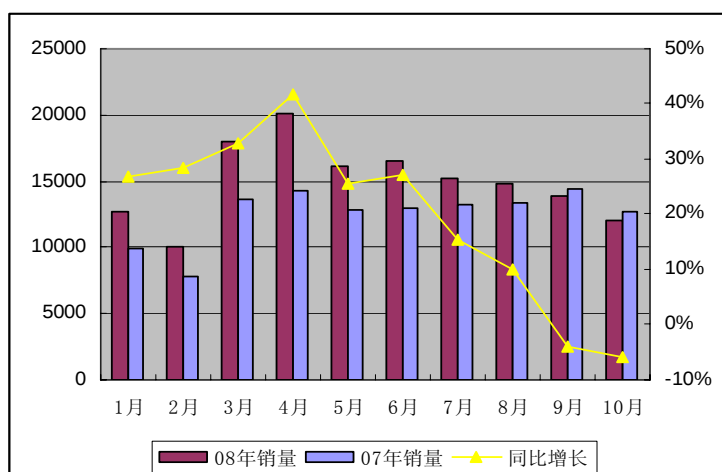
资料来源：华泰证券研究所

图 10：推土机月度销量情况



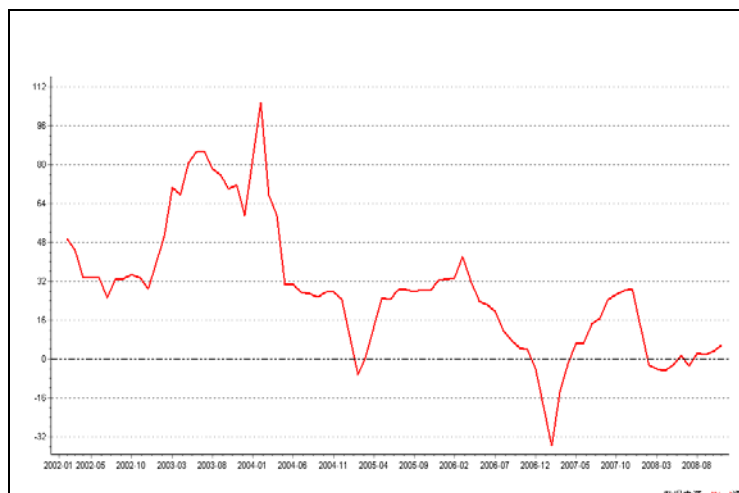
资料来源：华泰证券研究所

图 11：叉车月度销量情况



资料来源：华泰证券研究所

图 12：新开工项目计划总投资额累计同比增速（%）



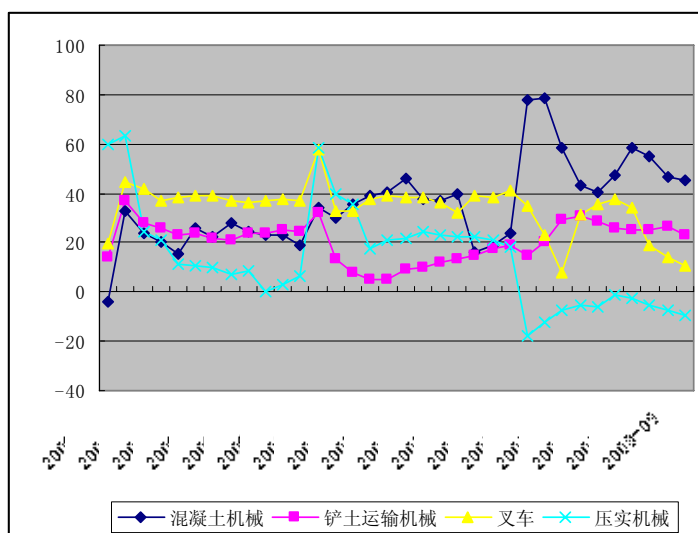
资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

（2）09 年一季度产成品库存压力较大

08 年 1-10 月混凝土机械累计产量和铲运机械累计产量同比分别增长了 45.03%和 23.09%，叉车产量同比增速 8 月份开始大幅下滑，从 1-7 月份的 34.28%下降到 1-10 月份的 10.82%，压实机械产量同比持续萎缩，从 1-7 月份的下降 2.44%到 1-10 月份下降 9.76%。混凝土机械和铲运机械产量同比增速虽有所下降，但增速依然保持 20%以上。由于 09 年一季度工程机械行业下游需求将会继续下滑，我们预计 09 年一季度行业将有较大的产成品库存压力。随着企业减少产量，同时政府扩大投资提升工程机械需求，09 年二季度产成品库存压力将有所缓解。

图 13: 工程机械各产品累计产量同比增速 (%)



资料来源：中经网，华泰证券研究所

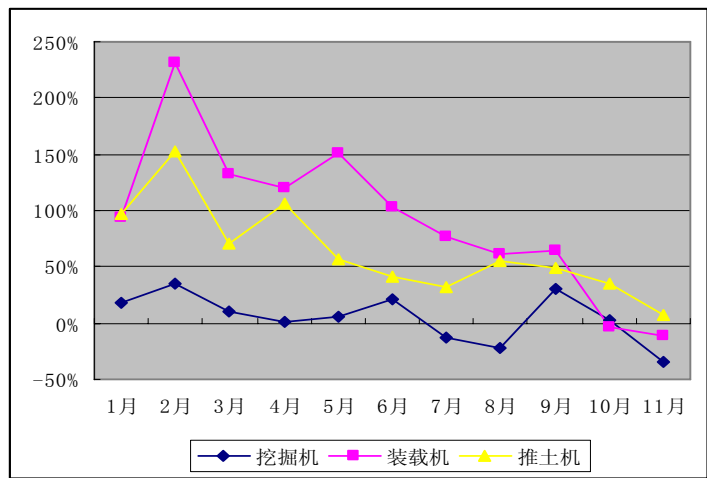
(3) 09 年出口同比将下降 30%以上

装载机 10 月和 11 月份出口同比大幅下降，并出现负增长，11 月份出口销量同比下降了 10.6%，由于装载机需求中冶金和采矿行业占到大约 45%，随着原材料价格大幅下降，我们预计 09 年装载机出口需求将有所下降。推土机需求中基础设施建设和市政工程占到了约 80%，出口要好于装载机，10 月和 11 月增速同比大幅下降，但 11 月仍然增

长了 6.7%，由于全球经济恶化，我们预计未来推土机出口同比也将有所下降。

由于原材料价格的大幅下跌，未来全球采矿行业、能源、冶金等行业对工程机械需求将有所萎缩，同时原材料输出国出口收入大幅下降，其国内基础设施投资预算也将下降从而导致工程机械设备投资需求下降。08 年前三个季度工程机械出口大幅增长，出口基数大幅提高，09 年我们预计行业出口销量同比将下降 30%以上。

图 14：工程机械主要产品出口销量同比增速情况



资料来源：华泰证券研究所

（4）政府投资难改行业下滑趋势

目前国家面对宏观经济形势恶化将加大铁路、公路等基础设施建设投资，未来两年计划投资 4 万亿，其中新增投资大约为 1/3，按照历史经验，一般工程机械使用金额占全社会固定资产投资额比例为 1.8%，固定资产投资中基础设施建设对工程机械需求量相对较高，工程机械使用金额占基础设施建设投资额大约为 3%，测算可得，4 万亿投资将提升工程机械消费额大约为 400 亿元，每年对工程机械消费额提升大约为 8%。由于春节影响以及项目具体实施前期准备，4 万亿投资对工程机械行业产生实质需求拉动要到 09 年二季度。

工程机械下游主要需求对象为基础设施建设、采矿业以及房地产行业。由于原材料价格大幅下跌，需求放缓，煤炭、矿石等等产量 09

年将大幅下滑，我们预计下滑幅度在 20%以上。同时房地产销售大幅下降，而积压的销售面积不断增加，考虑政府出台的保障性住房开工，我们预计房地产 09 年新开工面积将下降 15%以上。综合来看，我们认为 09 年工程机械行业销售同比将略有下降，而受基础设施建设加大投资影响大，同时房地产以及采矿业影响相对较小的产品 09 年值得关注，重点细分产品包括旋挖钻机、推土机和汽车起重机。

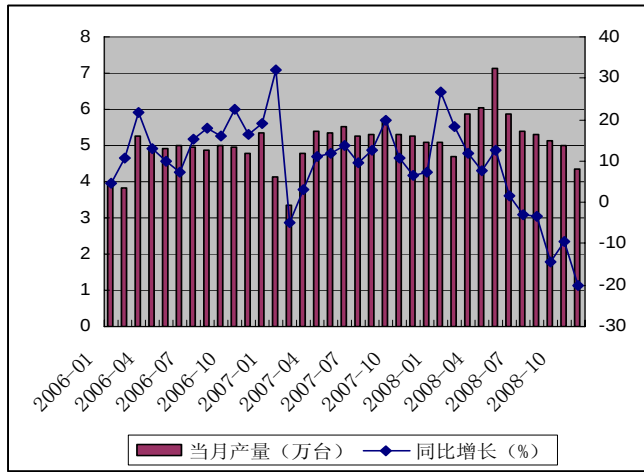
(5) 维持行业“中性”评级

在上次策略中我们给予行业“中性”评级，行业实际走势基本符合我们预期。国家加大基础设施建设投资，工程机械行业股票大幅上涨，目前行业估值已经过度反应了利好。09 年一季度行业将处于最艰难的时候，随着政府投资的逐步铺开，行业压力二季度开始将有所减轻，但我们预计 09 年全年工程机械行业需求仍将小幅下降，继续维持行业“中性”评级。

2、机床行业：需求持续下降，行业进入低谷期

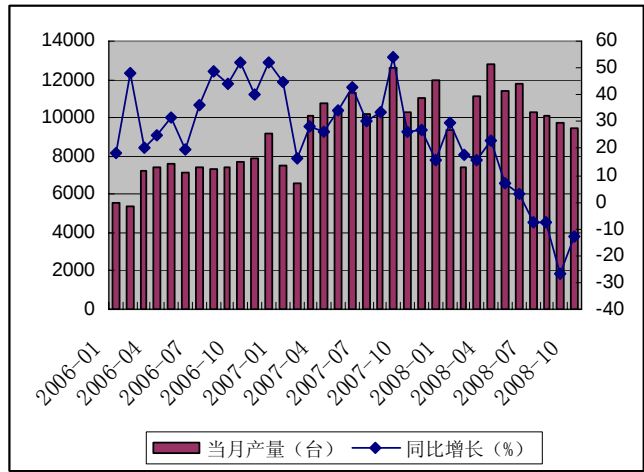
08 年 7 月开始我国机床产量连续 5 个月同比负增长，且下降幅度不断扩大，11 月份金属切削机床产量同比下降了 20.2%。08 年 1-11 月份机床行业累计出口量同比下降了 23%，前 11 个月基本保持 20%左右的月度降幅，行业进口量也呈下降趋势，且下降幅度加大，前 11 个月行业累计进口量同比下降了 13.2%，可以看出行业整体需求大幅下降，未来行业将继续处于下降周期中。

图 15：金属切削机床产量情况



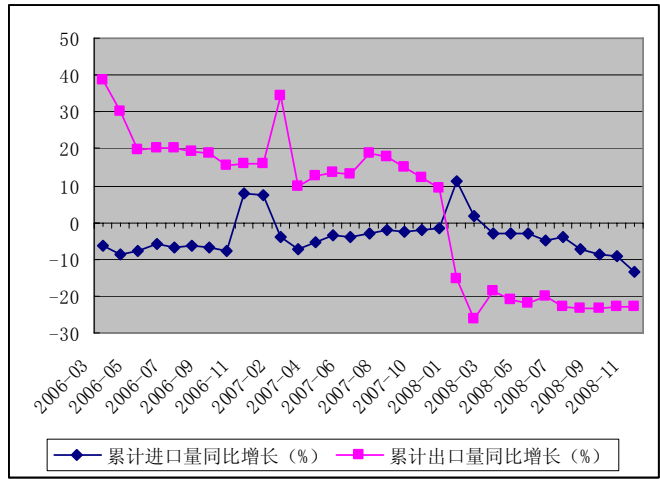
资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

图 16：数控机床产量情况



资料来源：国研网，华泰证券研究所

图 17：金属加工机床进出口量增速情况

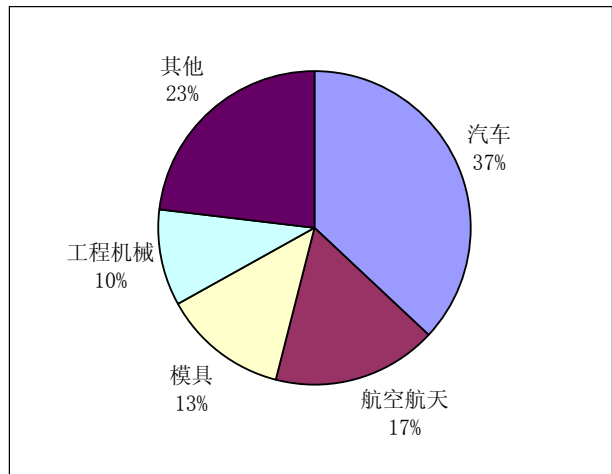


资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

机床行业的主要需求来自汽车、工程机械、军工和模具等。由于全球金融危机，汽车销量大幅下降，全球汽车厂商大幅减产裁员，09年汽车行业将依然低迷，行业销量将继续下滑，同时工程机械行业也将小幅下滑，由于行业订单有 3-6 个月的滞后效应，订单下降在 09 年将集中体现，同时 08 年基数较高，我们预计 09 年行业销量将下降 20%以上。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图 18：机床行业下游需求分布情况



资料来源：华泰证券研究所

08 年三季度策略报告中，我们指出机床行业将面临下游需求下降的风险，实际行业发展符合我们先前的判断。由于全球金融危机影响汽车等机床主要消费行业，09 年行业将继续处在低谷，企业经营艰难，盈利能力将大幅下降，我们继续维持行业“中性”评级。

五、重点公司点评

表 1：重点公司估值及评级

		EPS			PE				
公司	12 月 25 日收盘价	07A	08E	09E	07A	08E	09E	PB	投资评级
柳工	9.91	1.20	0.90	0.99	8.26	11.01	10.01	1.74	观望
中联重科	11.88	0.88	1.06	1.11	13.50	11.21	10.70	3.66	推荐
徐工科技	15.39	0.93	1.45	1.55	16.55	10.61	9.93	4.09	推荐
山河智能	12.51	0.54	0.39	0.43	23.17	32.08	29.09	2.79	观望
安徽合力	7.14	0.90	0.59	0.55	7.93	12.10	12.98	1.23	观望
三一重工	14.66	1.08	0.95	1.13	13.57	15.43	12.97	3.84	观望
山推股份	8.02	0.59	0.79	0.87	13.59	10.15	9.22	2.12	推荐
平均值					13.80	14.66	13.56	2.78	
秦川发展	4.65	0.21	0.29	0.22	22.14	16.03	21.14	1.95	观望
昆明机床	7.10	0.57	0.62	0.56	12.46	11.45	12.68	3.09	观望
平均值					17.30	13.74	16.91	2.52	
华锐铸钢	15.57	0.36	0.60	0.68	43.25	25.95	22.90	3.69	观望
上海机电	8.36	0.59	0.56	0.53	14.17	14.93	15.77	1.94	观望
振华港机	8.00	0.65	0.68	0.65	12.31	11.76	12.31	2.11	观望

资料来源：华泰证券研究所

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

➤ **山推股份（000680）**

公司拥有国家级企业技术研发中心，通过和小松的技术合作，公司不断加强自身的自主创新能力，技术研发能力业内处于领先地位。同时，完整的零部件配套体系使得公司抵御整机市场周期性波动的能力得到了加强。

公司推土机市场占有率达到 55%左右，处于相对垄断地位，推土机有接近 60%使用于基础设施建设，随着政府加大基础设施建设投资，未来山推股份受益较大。预计公司 08-10 年 EPS 分别为 0.79 元、0.87 元和 0.92 元，维持公司“推荐”的评级。

➤ **徐工科技（000425）**

非公开发行完成后公司将拥有压实机械、铲运机械、路面机械、起重机械、混凝土机械等工程机械产品的开发、制造和销售业务，产品包括装载机、压路机、混凝土摊铺机、拌合站、起重机、泵车等。公司将成为工程机械产品系列齐全，销售收入超过百亿元的工程机械龙头企业。

公司具有优势的压路机和摊铺机增长落后于柳工、中联以及三一等等竞争对手，行业领导者的优势地位不断减弱。而徐重盈利能力在行业内处于领先地位，经营管理能力较强，资产注入后公司经营管理能力的提升值得我们期待。

资产注入后汽车起重机成为公司主要利润来源，受房地产和采矿业影响相对较小，而随着政府加大基础设施建设投资，公司汽车起重机产品相对受益较大，预计公司 08-10 年 EPS 分别为 1.45 元、1.55 元和 1.69 元，维持公司“推荐”的评级。

➤ **中联重科（000157）**

起重机械对公司收入利润贡献在 45%左右，受基础设施投资拉动，公司起重机械产品受益相对较大，可以部分抵消房地产市场下滑对公

司混凝土机械销售的冲击。

公司目前正在申请高新技术企业，按 25% 的所得税率计算，预计公司 08-10 年 EPS 分别为 1.06 元、1.11 元和 1.16 元，维持公司“推荐”的评级。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

增持	: 超越大盘;
中性	: 基本与大盘持平;
减持	: 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入	: 相对强于市场表现15%以上;
推荐	: 相对强于市场表现5% ~ 15%;
观望	: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
卖出	: 相对弱于市场表现5%以下。