

工程机械行业 2009 年 1 月跟踪报告

景气已趋底部 春天就在眼前

投资要点

- ❖ 行业 11 月景气快速超预期下滑。尽管 08 年前 11 个月工程机械工业总产值累计增速为 41%，但其增速在迅速回落，10 月和 11 月部分产品销量已出现了较大幅度负增长。其中出口相对略好，虽然 11 月出口增速下降较多，但仍有 10% 的正增长。
- ❖ “保增长”政策和加大基建投资为行业增长注入强心剂。目前随着外部环境的恶化，国内经济增长也明显在放缓，在投资、消费和出口三驾马车之中，投资将成为经济“保增长”的重中之重，“保增长”和加大基建投资会为行业发展注入强心剂。
- ❖ 景气底部即将过去，长远前景依然看好。随着政府出台的一系列刺激经济政策和基础设施建设工程项目的落实，预计 08 年 4 季度或将为企业经营最低谷，09 年上半年企业经营状况将逐步好转。目前部分上市公司 12 月份的销售已经开始好转。我们预计 09 年行业将呈现“前低后高”走势，上半年行业同比将出现负增长，全年增速约在 15% 左右。
- ❖ 风险提示：房地产投资大幅下降；出口大幅下降；基础设施建设进度低于预期。
- ❖ 调低部分公司业绩预期，维持“强于大市”的投资评级。由于 11 月和 12 月行业增速回落速度高于前期预期，因此我们下调了部分公司业绩预测，但考虑公司估值已反应预期，且行业在“保增长”政策拉动下，“春天”已经不远。因此维持行业“强于大市”的投资评级，维持三一重工、中联重科、徐工科技和山推股份的“买入”评级。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简 称	股价	EPS			PE			PB	评级
		07	08E	09E	07	08E	09E		
三一重工	16.5	1.1	0.85	1.36	15	19	12	4.5	买入
中联重科	13.26	0.88	1.03	1.21	15	13	11	4.2	买入
徐工科技	17.59	0.05	1.35	1.5	352	13	12	6.5	买入
山推股份	8.84	0.59	0.74	0.91	15	12	10	2.4	买入
柳工	10.98	1.2	0.8	1.05	9	14	10	2.4	增持
厦工股份	5.37	0.31	0.28	0.36	17	19	15	2.1	增持
安徽合力	7.85	0.9	0.61	0.84	9	13	9	1.4	增持
山河智能	14.28	0.54	0.38	0.5	26	38	29	2.4	增持

资料来源：中信证券研究部 注：股价为 2009 年 1 月 6 日收盘价。

强于大市（维持）

中信证券研究部

郭亚凌

邮件：gyl@citics.com

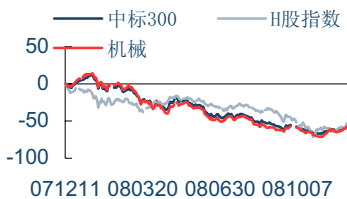
电话：010-84588227

薛小波

邮件：xxb@citics.com

电话：010-84588155

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关报道

- 《机械行业 2008 年下半年投资策略—自主创新，动力之源》.....2008-06-13
- 《技术进步驱动行业持续繁荣》....2007.12
- 《攻防兼备，关注龙头》.....2007.5.29
- 《中国机械装备全球—ODI 演绎行业新的成长故事》.....2006.11.23
- 《装备制造将迎来黄金发展时期》.....2006.7.26

目 录

11 月行业景气迅速下滑	1
行业增速快速回落	1
主要子产品运行情况	1
挖掘机	1
装载机	2
推土机	3
出口相对较好，但增速下滑也较大	4
景气低谷即将过去，行业长远前景依然看好	4
维持行业“强于大市”的投资评级	6

插图目录

图 1：2008 年 1-11 月工程机械工业总产值累计增速	1
图 2：2008 年 1-11 月挖掘机销售量增长情况	1
图 3：2008 年 1-11 月装载机销售增长情况	2
图 4：2008 年 1-11 月装载机国内销售增长情况	2
图 5：2008 年 1-11 月装载机出口量增长情况	2
图 6：2008 年 1-9 月推土机销售量增长情况	3
图 7：2008 年 1-9 月推土机国内销售增长情况	3
图 8：2008 年 1-11 月推土机出口量增长情况	3
图 9：2008 年 1-10 月中国工程机械分产品出口额增长率	4
图 10：中国城镇化率水平预期	5
图 11：2007 年中国出口占国际市场份额（除中国外）	5

表格目录

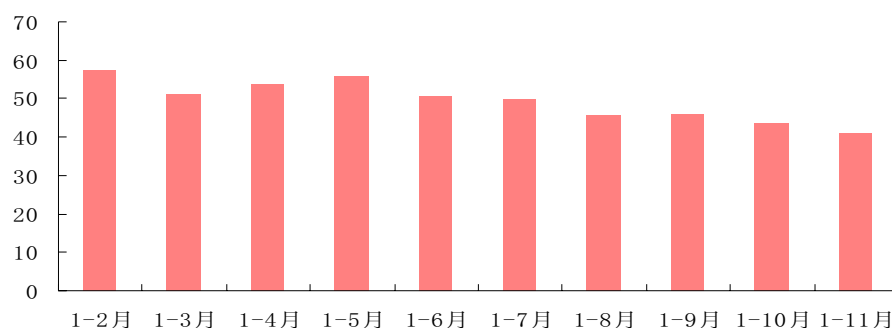
表 1：中国工程机械行业收入历史和预测	5
表 2：重点公司估值比较及投资评级	6
表 3：重点公司估值比较及投资评级	6
表 4：重点上市公司季度业绩预测	6

11 月行业景气迅速下滑

行业增速快速回落

08 年前 11 个月工程机械工业总产值累计增速很高,但增速在逐月回落,1-2 月行业累计增速约为 57.4%,至 1-11 月累计增速就已为 41%。行业增速逐月回落主要原于国内增速回落,我们认为国内增速回落有以下几个原因:一是 07 年年初的基数较低;二是受奥运影响,上半年部分行业提前开工,设备采购提前,而下半年奥运期间很多项目停工影响了销售;三是上半年因担心厂商提高出厂价而提前采购;四是进入下半年后国内外宏观经济下滑较快。

图 1: 2008 年 1-11 月工程机械工业总产值累计增速



资料来源: 工程机械协会, 中信证券研究部

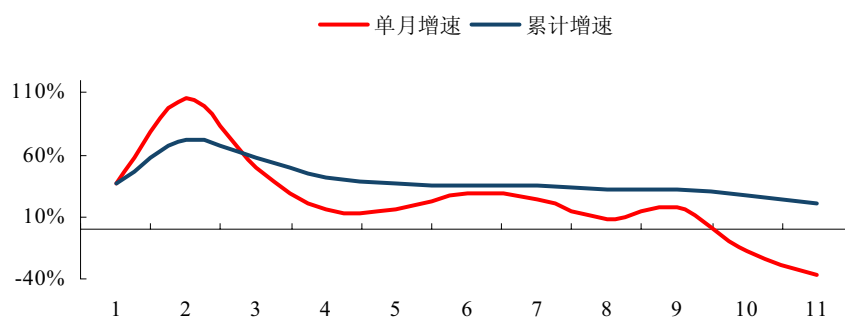
主要子产品运行情况

从具体的子行业或产品来看,11 月份行业增速是迅速回落的,多数产品同比都出现了不同程度的较大负增长。

挖掘机

挖掘机销量累计增速从一季度的 57.5%回落至 1-11 月的 20.7%,11 月单月销量同比负增长 37.1%。

图 2: 2008 年 1-11 月挖掘机销售量增长情况

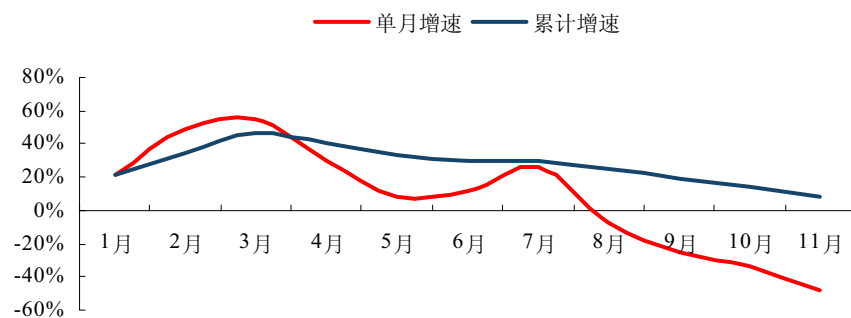


资料来源: 工程机械协会, 中信证券研究部

装载机

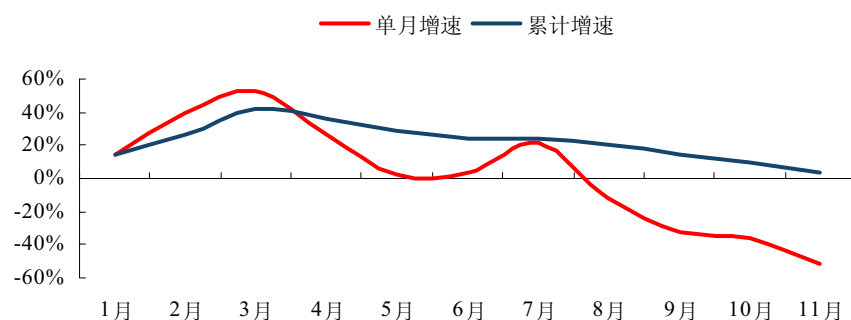
装载机销量累计增速从一季度的 46.8% 回落至 1-11 月的 8.7%，11 月单月销量同比负增长 48.1%。出口累计增速从一季度的 140.4% 回落至 1-11 月的 79.5%，11 月单月出口同比负增长 10.6%。

图 3：2008 年 1-11 月装载机销售增长情况



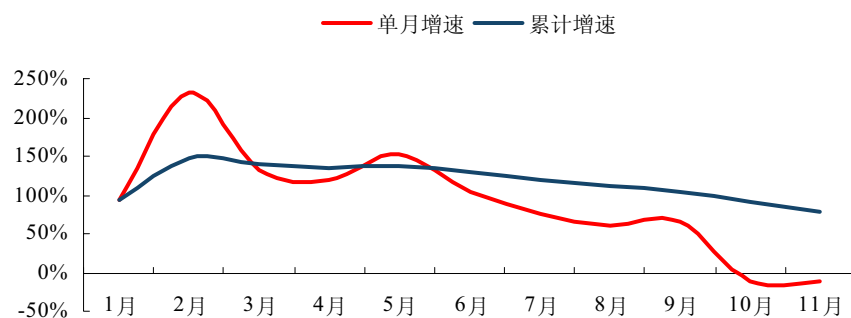
资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

图 4：2008 年 1-11 月装载机国内销售增长情况



资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

图 5：2008 年 1-11 月装载机出口量增长情况

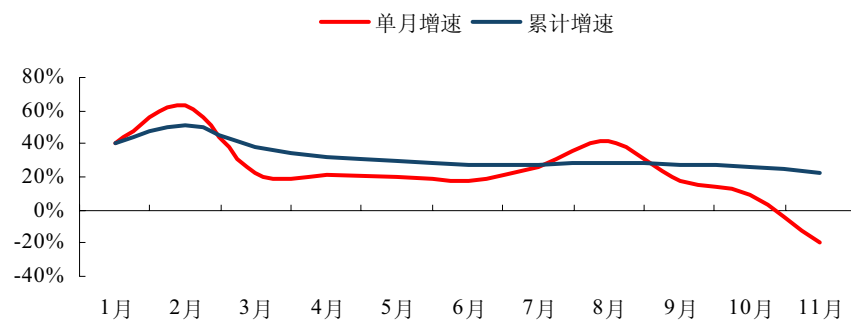


资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

推土机

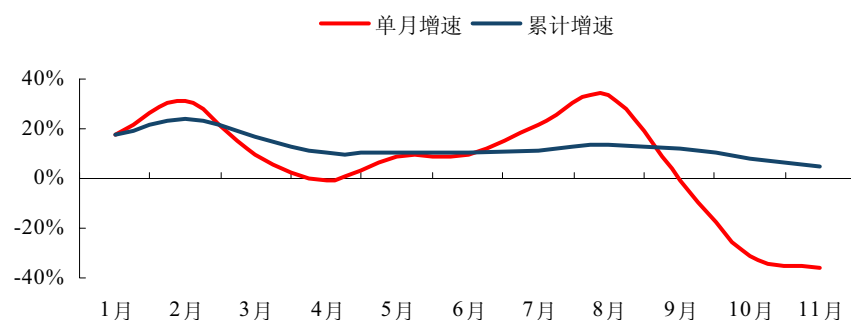
推土机销量累计增速从一季度的 37.5% 回落至 1-11 月的 22.1%，11 月单月销量同比负增长 19.2%。出口累计增速从一季度的 98.9% 回落至 1-11 月的 65.8%，11 月单月出口同比增长 37.8%。

图 6：2008 年 1-9 月推土机销售量增长情况



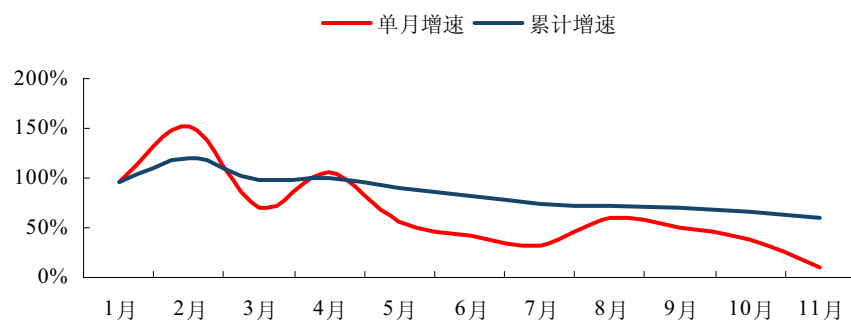
资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

图 7：2008 年 1-9 月推土机国内销售增长情况



资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

图 8：2008 年 1-11 月推土机出口量增长情况

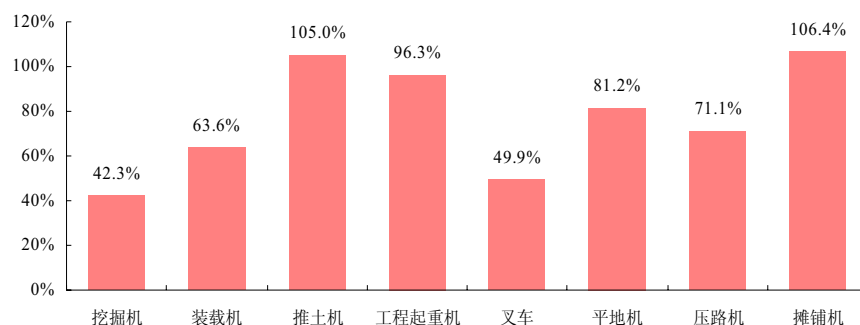


资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

出口相对较好，但增速下滑也较大

依据机械工业联合会的统计，1-10 月工程机械（整机和零部件）出口额 115 亿美元，同比增长 65.8%。出口金额在 1 亿美元以上的整机产品有挖掘机、装载机、工程起重机、叉车、推土机、压路机和平地机。而从前 10 个月整个行业出口数据来看，其增速一直较为平稳，一直保持在 60%左右的水平，但根据我们了解的情况，11 月份工程机械出口增速下滑较大，预计在 10%左右。

图 9：2008 年 1-10 月中国工程机械分产品出口额增长率



资料来源：机械工业联合会，中信证券研究部

景气低谷即将过去，行业长远前景依然看好

随着政府出台的一系列刺激经济政策和基础设施建设工程的落实，我们认为 09 年将呈现“前低后高”走势，维持前期的 09 年 15%左右增速的预期。同时我们认为 08 年 4 季度或将成为行业景气最低谷，从 09 年一季度开始，同比数据虽将出现负增长，但环比景气度将逐步好转。主要原因如下：

一、四季度销售情况很淡，很重要一个原因是全球经济危机的影响，导致部分客户持币待购，而随着四万亿政策的出台，客户的信心将会逐步恢复，实际上部分公司 12 月份的销售情况已有明显改观。

二、从企业来看，由于事先没有预期，多数企业在 08 年四季度存货、现金流和人员安排的压力较大，而经过几个月的消化，库存状况将明显好转，现金流压力也明显减小，因此 09 年企业的实际经营感觉将明显好于 08 年四季度。

三、根据历史规律，每年三、四季度都是行业淡季，而春节之后的 2, 3, 4, 5 月份将迎来销售旺季，因此从环比的角度来看，09 年上半年销售情况也是逐月好转。再加上企业防范风险能力提高，因此企业经营环比也是在不断提高的。

因此综合来看，我们认为短期来看，行业景气低谷即将过去，春节之后企业经营有望转暖。

表 1：中国工程机械行业收入历史和预测

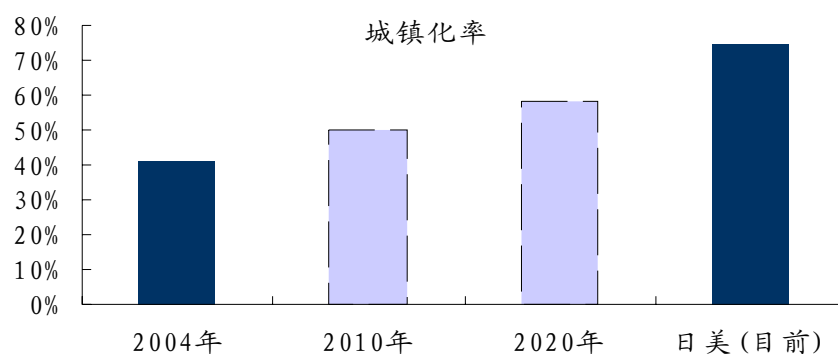
年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
行业总销售额（亿元）	420	480	560	773	1035	1157	1262	1620	2329	3130	3608	4227
同比增长率	20%	14%	17%	38%	34%	12%	9%	28%	44%	34%	15%	17%
出口额(亿元)	34	42	56	58	86	152	238	401	670	1006	1368	1792
同比增长率	79%	21%	35%	2%	49%	77%	57%	68%	67%	50%	36%	31%
进口额(亿元)	120	108	126	167	294	321	248	314	380	425	488	566
同比增长率	48%	-10%	17%	32%	76%	9%	-23%	27%	21%	12%	15%	16%
国内销售额（亿元）	505	546	630	883	1243	1326	1272	1534	2040	2549	2728	3001
同比增长率	23%	8%	15%	40%	41%	7%	-4%	21%	33%	25%	7%	10%

资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

从长期来看，我们依然看好行业的发展前景。

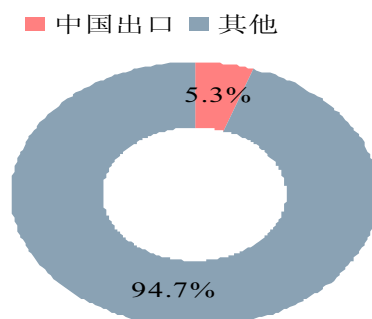
内需方面，目前我国人均 GDP、工业化和城市化仍处于较低水平，城镇化率的不断提升和新农村建设是行业长期发展的保证，包括铁路、公路、港口、机场、水利等基础设施目前均落后于我国经济发展，未来建设任务仍然十分巨大。出口方面，尽管从 05 年开始，中国工程机械产品的出口一直保持 50% 以上的增速，而且 07、08 年增速还有所提高。但实际上，目前中国出口占全球市场份额（除中国外）的比例仅为 5.3%，因此国际市场对中国厂商来讲仍是大有可为。尽管全球经济在减速，且人民币在快速升值，但我们认为随着中国工程机械制造企业竞争力的进一步提升和海外销售网络布局的完成，再考虑到我国在全球市场的较低市场份额，预计未来几年仍将保持高速增长。

图 10：中国城镇化率水平预期



资料来源：中信证券研究部

图 11：2007 年中国出口占国际市场份额（除中国外）



资料来源：中国工程机械协会，中信证券研究部

风险提示

房地产投资大幅下降：目前房地产投资对国内工程机械需求的拉动约为 30%，如果 09 年房地产施工面积出现负增长，则工程机械行业增速将有可能低于我们预期。

出口大幅下降：目前工程机械出口占比约为 30%，如果 09 年行业出口增速远低于 40%，则工程机械行业增速将有可能低于我们预期。

基础设施建设进度：如果 09 年基础设施建设进度低于预期，导致基础建设投资增速远低于 30%，则工程机械行业增速将有可能低于我们预期。

维持行业“强于大市”的投资评级

由于 11 和 12 月份行业增速回落速度高于前期预期，同时再考虑到 09 年宏观经济变化、固定资产投资减速和政府加大投资等的不确定性，我们调低了部分公司 08、09 年盈利预测。具体数据见下表：

表 2：重点公司估值比较及投资评级

简 称	EPS（调整前）			EPS（调整后）		
	07	08E	09E	07	08E	09E
三一重工	1.10	0.95	1.55	1.10	0.85	1.36
中联重科	0.88	1.23	1.40	0.88	1.03	1.21
徐工科技	0.05	1.35	1.55	0.05	1.35	1.50
山推股份	0.59	0.78	0.95	0.59	0.74	0.91
柳工	1.2	0.92	1.05	1.20	0.8	1.05
厦工股份	0.31	0.33	0.38	0.31	0.28	0.36
安徽合力	0.90	0.75	0.88	0.90	0.61	0.80
山河智能	0.54	0.40	0.50	0.54	0.38	0.50

资料来源：中信证券研究部预测

国内工程机械行业历史上的 PE 水平在 10.5 倍到 34.5 倍之间波动，均值约为 17.7 倍。目前国内同行业主要上市公司 08 年和 09 年的平均市盈率分别为 15 和 11 倍，虽然我们下调部分公司业绩预测，但考虑其估值已处于历史低位且行业景气低点即将过去，在“保增长”政策拉动下，行业“春天”已经不远。我们认为目前应是逐步加大投资力度的较好时机。因此维持行业“强于大市”的投资评级。维持三一重工、中联重科、徐工科技和山推股份的“买入”评级。

表 3：重点公司估值比较及投资评级

简 称	股价	EPS			PE			PB	评级
		07	08E	09E	07	08E	09E		
三一重工	16.5	1.1	0.85	1.36	15	19	12	4.5	买入
中联重科	13.26	0.88	1.03	1.21	15	13	11	4.2	买入
徐工科技	17.59	0.05	1.35	1.5	352	13	12	6.5	买入
山推股份	8.84	0.59	0.74	0.91	15	12	10	2.4	买入
柳工	10.98	1.2	0.8	1.05	9	14	10	2.4	增持
厦工股份	5.37	0.31	0.28	0.36	17	19	15	2.1	增持
安徽合力	7.85	0.9	0.61	0.84	9	13	9	1.4	增持
山河智能	14.28	0.54	0.38	0.5	26	38	29	2.4	增持

资料来源：中信证券研究部预测 注：股价为 2009 年 1 月 7 日收盘价

表 4：重点上市公司季度业绩预测

股票简称	07EPS				08EPS（预测）			
	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4

三一重工	0.38	0.48	0.53	0.26	0.20	0.35	0.18	0.12
中联重科	0.14	0.20	0.26	0.28	0.24	0.35	0.32	0.11
山推股份	0.12	0.24	0.14	0.14	0.24	0.26	0.13	0.10
柳工	0.22	0.47	0.27	0.24	0.30	0.48	0.05	-0.02
厦工股份	0.05	0.14	0.11	0.09	0.09	0.11	0.06	0.02
安徽合力	0.2	0.28	0.24	0.18	0.21	0.22	0.08	0.10
山河智能	0.04	0.18	0.2	0.135	0.12	0.18	0.01	0.06

资料来源：中信证券研究部预测

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准， 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为 基准；		评级	说明
		股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
			增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
			持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
			卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：		强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
		行业投资评级	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
			弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海 证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商 银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信 大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			