

机械行业 2009 年投资策略

2009.01.01

机械行业研究报告

分析师：牛纪刚

电话：(021)68761616-8321

邮箱：niujiang@tebon.com.cn

地址：上海福山路 500 号城建国际中心
26 楼

电话：(8621) 68590808

德邦证券有限责任公司

<http://www.tebon.com.cn>

内容要点：

- 1、 机械行业受金融危机的影响尚未得到充分体现
- 2、 08 年三季报显示部分公司业绩出现下行拐点
- 3、 内外需求放缓将成为机械行业最大的影响
 - 1) 国内经济未见底，需求持续萎缩
 - 2) 外需放缓，出口压力增加
 - 3) 财政扩张政策对行业拉动有限
- 4、 机床供需错位的矛盾日益显现，将进入产业结构调整期，重型机床增长前景看好
- 5、 金融危机对我国船舶制造业造成较大冲击，全行业下行趋势明显，09 年仍不乐观
- 6、 工程机械 08 年仍保持快速增长，但增幅回落
 - 1) 总体涨幅超过 07 年，但增速回落
 - 2) 出口继续保持高速增长，但呈回落姿态
 - 3) 09 年机遇大于挑战
- 7、 快速扩张的行业龙头一方圆支撑
 - 1) 公司订单饱满，销售势头良好
 - 2) 钢材涨价对公司有较大影响，公司主要通过生产管理抵御成本上升因素
 - 3) 公司出口产品全部为人民币结算，不受汇率影响
 - 4) 目前已有生产线及在建生产线产能

目 录

一、	行业回顾.....	4
(一)	受金融危机影响尚未充分显现	4
(二)	三季度显示部分公司业绩出现拐点	5
二、	内外需求放缓将成为机械行业最大的影响.....	7
(一)	国内经济未见底，需求持续萎缩	7
(二)	外需放缓，出口压力增加	9
(三)	财政扩张政策对行业拉动有限	10
三、	重点子行业——机床行业投资策略.....	11
(一)	行业回顾	11
(二)	机床供需错位的矛盾日益显现	12
(三)	机床行业或将进入产业结构调整期	12
(四)	两年内面临 3 大利好	13
(五)	09 年有望保持 20%以上的增长	13
(六)	重型机床增长前景看好	13
(七)	机床行业重点公司	13
1、	沈阳机床（000410）	13
2、	昆明机床（600806）	15
3、	秦川发展（000837）	16
四、	重点子行业——船舶制造行业投资策略.....	17
(一)	行业回顾	17
1、	2008 年 1~10 月我国船舶出口快速增长	17
2、	金融危机对行业发展造成较大冲击	18
(二)	09 年仍不乐观	19
五、	重点子行业——工程机械投资策略.....	19
(一)	行业概述与回顾	19
1、	总体涨幅超过 07 年，但增速回落	19
2、	出口继续保持高速增长，但呈回落姿态	20
3、	细分产品市场	22

(二)	09 年工程机械机遇大于挑战	22
(三)	行业重点公司研究	24
1、	徐工科技	24
2、	中联重科	25
六、	快速扩张的行业龙头—方圆支撑	26
1、	公司订单饱满，销售势头良好	26
2、	钢材涨价对公司有较大影响，公司主要通过生产管理抵御成本上升因素	26
3、	公司出口产品全部为人民币结算，不受汇率影响	26
4、	目前已有生产线及在建生产线产能	26
5、	回转支承行业处于快速发展过程	27
6、	盈利预测及投资评级	27

一、行业回顾

(一) 受金融危机影响尚未充分显现

1、总体保持平稳增长

今年前三季度，我国机械工业始终保持良好发展态势，生产销售继续稳步增长，全行业完成工业总产值 29495.78 亿元，与去年同比增长 20.25%；完成销售产值 28662.40 亿元，与去年同比增长 20.64%，1~9 月累计为 97.17%。

2、出口交货值增速继续回落

19 月机械行业实现出口交货值 4835.12 亿元，比去年同期增长 31.99%，虽继续保持增势，但从今年各月出口交货值增速情况看，则呈逐月回落的走势。分行业看，出口交货值增速较快的依次是工程机械行业 67.34%、重型矿山行业 63.43%、汽车行业 47.68%、内燃机行业 46.41%和石化通用行业 43.40%，增速均在 40%以上。

3、主要产品产量有升有降

在统计的 94 种主要产品中，累计同比增长的有 74 种，占全部上报产品的 78.72%，具体呈以下特点：

1) 农机产品增速明显

今年以来大中型拖拉机、场上作业机械需求旺盛，产量增长也较快。1~9 月大中型拖拉机的产量达到 123118 台，当月增幅高达 79.79%，累计增幅为 48.72%。1~9 月场上作业机械累计产量 120403 台，同比增长 27.94%。今年各月场上作业机械增幅均保持在 20%以上，特别是在八九月份农机产品销售淡季，其当月产量增幅达 29.38%，累计增幅 27.94%，是近年来少见的。但农业运输机械产量大幅下降，累计同比下降 24.18%，比去年同期（9.05%）的下降幅度低 15.13 个百分点。

2) 工程机械产品年内呈逐渐下降趋势

随着国家宏观调控政策的继续，房地产市场的整顿力度加大，工程机械产品需求没有大的改观。19 月在统计的工程机械类产品中，除叉车、混凝土机械、铲土运输机械呈恢复性增长外，其余产品均为下降。

3) 环保类产品增速明显

1~9 月石化类产品增长较大的是气体压缩机、阀门、固体废弃物处理设备和造纸机械，同比增长均在 30%以上。特别是近年来国内污染防治设备类产品普遍看好，其中固体废弃物处理设备需求量较大，同比增长 32.12%。

4) 汽车仪器仪表下降明显

除汽车仪器仪表、普通照相机外，文化办公和仪器仪表行业的产品多数呈平稳增长走势。汽车仪器仪表 9 月当月同比下降 13.33%，1~9 月累计同比下降 29.40%。

5) 数控机床保持增长

1~9 月数控机床同比增长 18.40%，高于机床类产品增幅 4.14 个百分点；而金属成型机床中的数控金属成

型机床增幅呈下降趋势，1~9 月同比下降 17.22%，低于成型机床类产品 4.08 个百分点。

(二) 三季报显示部分公司业绩出现拐点

根据 Wind 资讯统计的数据显示，这 166 家机械行业上市公司今年前三季度共实现营业总收入 3730.64 亿元，实现净利润 263.14 亿元。如果剔除不可比因素，这两个数据分别同比增长 41.50% 和 14.39%，而去年同期营业总收入、净利润的同比增长率分别为 30.30% 和 65.4%，总体来看，机械行业上市公司 08 年前三季度营业总收入实现了高增长，比去年同期增速高出 11 个百分点，但净利润的增长幅度却已大幅回落，比去年同期增速下滑 51 个百分点，整个行业处于增收不增利的窘境。其主要原因在于今年初以来机械行业受到原材料价格上涨的影响，盈利能力大幅下降。

从单季度数据看，166 家机械行业上市公司今年第三季度共实现营业总收入 1279.37 亿元，实现净利润 84.18 亿元，如果剔除不可比因素，这两个数据分别同比增长 35.64 和 5.15%，与上半年增速相比双双下降。从今年的趋势看，机械行业上市公司业绩增速呈逐季下降的态势，而且第三季度快速下降，利润增速已降至个位数。

前三季度机械行业共有 61 家上市公司净利润同比减少，亏损公司达 11 家，这样前三季度业绩同比下降及亏损的公司合计有 72 家，占 166 家上市公司总数的 43%，即接近一半上市公司表现不佳。从第三季度数据看，机械行业共有 69 家上市公司净利润同比下降，其中 27 家亏损，三季报同比下降及亏损的公司 96 家，占机械行业 166 家上市公司总数的 58%。

表一：机械行业财务数据纵比

时间	主营业务收入 百万元	同比增长	主营业务成本 百万元	同比增长	主营业务利润 百万元	同比增长	净利润 百万元	同比增长
2008-09-30	751208.52	26.26%	624912.68	26.76%	121375.23	24.34%	36478.46	16.42%
2007-09-30	594968.47	60.25%	492983.11	60.06%	97617.04	62.66%	31333.25	118.01%
2006-09-30	371283.66	24.20%	307993.85	23.88%	60011.72	26.29%	14372.11	69.30%
2005-09-30	298931.03	10.40%	248628.72	12.69%	47517.28	-0.04%	8489.34	-31.25%
2004-09-30	270771.62	31.11%	220624.64	32.74%	47535.18	23.95%	12347.55	7.63%
2003-09-30	206529.43	28.85%	166205.57	29.87%	38351.8	24.62%	11471.92	77.44%

数据来源，WIND

分析表一可知，机械行业上市公司净利润 08 年三季度同比增长 16.42%，远低于主营业务收入 26.26% 的增长，与 07、06 两年形成鲜明对比。

表二：机械板块各自行业财务纵比

2008 第三季度	主营业务 收入	主营业务 成本	主营业务 利润	利润总额	净利润	现金及等价物 净增加额
总计	225473.41	188618.14	35360.11	12372.79	9187.9	-12207722008
普通机械制造业	15367.81	12510.27	2812.49	804.3	560.55	-449736876.1
专用设备制造业	39526.8	32079.67	7342.27	4174.25	3449.8	-1180566892
交通运输设备制造业	100311.66	86823.42	12451.86	3064.88	2030.19	-8753474117
电器机械及器材制造业	67158.14	54771.03	12088.84	4156.69	3038.68	-1479550206
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	3073.33	2407.24	655.84	168.86	105.46	-331837030
2007 第三季度	主营业务 收入	主营业务 成本	主营业务 利润	利润总额	净利润	现金及等价物 净增加额
总计	204501.66	169361.26	33717.58	15483.93	11293.88	11648749211
普通机械制造业	12284.8	10006.73	2237.22	944.41	672.16	658431674.4
专用设备制造业	37805.05	29093.98	8626.65	5667.57	4093.24	4849133975
交通运输设备制造业	98321.8	83977.69	13227.85	5428.88	3971.04	3251768321
电器机械及器材制造业	52644.28	43392.05	9079.28	3309.79	2470.83	2294236493
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	3407.48	2862.5	536.84	128.05	81.73	437478818
两年对比	同比增长	同比增长	同比增长	同比增长	同比增长	同比增长
总计	10.26%	11.37%	4.87%	-20.09%	-18.65%	-204.80%
普通机械制造业	25.10%	25.02%	25.71%	-14.84%	-16.60%	-168.30%
专用设备制造业	4.55%	10.26%	-14.89%	-26.35%	-15.72%	-124.35%
交通运输设备制造业	2.02%	3.39%	-5.87%	-43.54%	-48.88%	-369.19%
电器机械及器材制造业	27.57%	26.22%	33.15%	25.59%	22.98%	-164.49%
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	-9.81%	-15.90%	22.17%	31.87%	29.03%	-175.85%

数据来源：WIND

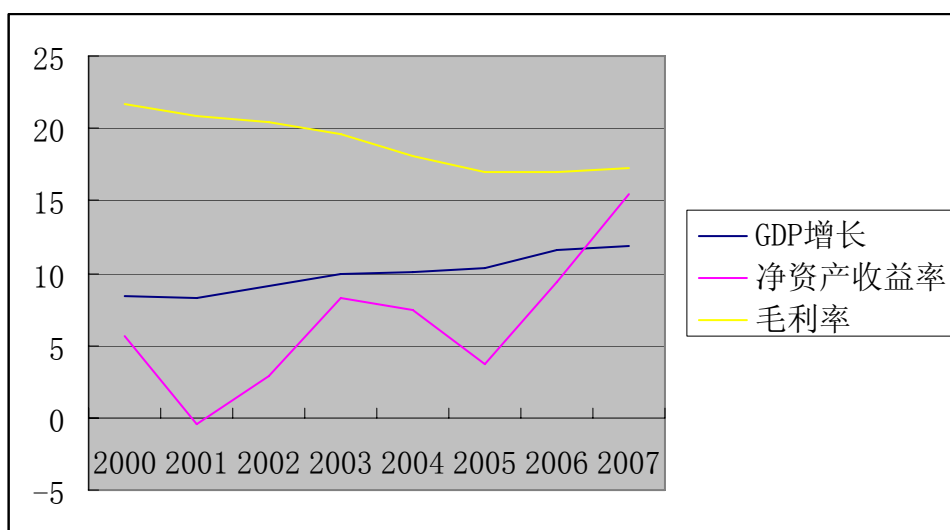
对比 08、07 两年机械行业上市公司第三季度财务数据，可以明显看出企业盈利能力趋向恶化，现金流有逐渐枯竭的风险。

二、 内外需求放缓将成为机械行业最大的影响

(一) 国内经济未见底，需求持续萎缩

机械行业为典型的周期性行业，在国内经济放缓情况下，需求将持续下降。据产业安全数据库直报系统监测，10月份，机械工业重点监测的52种产品的销售额为11.5亿元，同比上升10.3%，环比下降9.9%；产销率同比上升3.4个百分点，环比下降3.5个百分点。上述产品的税前利润为1.4亿元，同比上升38.9%，环比下降7.8%。

1、 机械行业受宏观经济环境影响明显



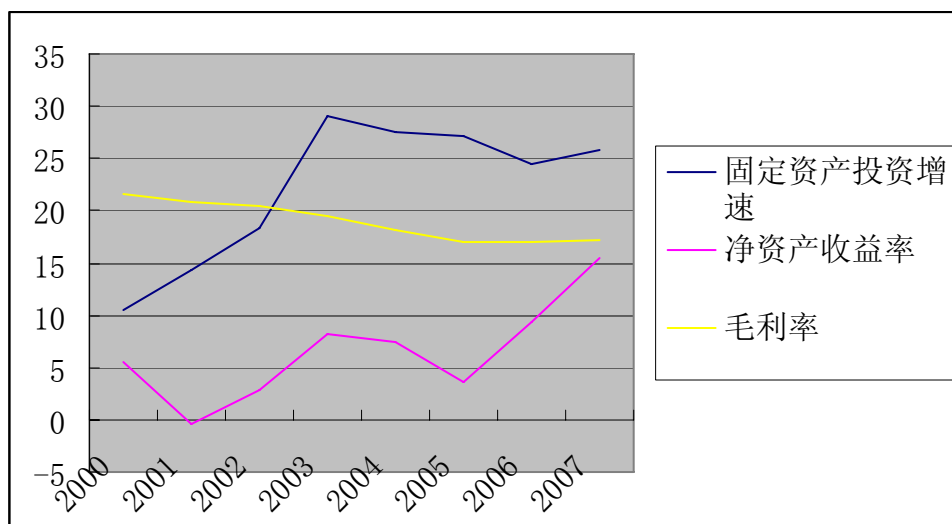
数据来源：万德资讯

分析2000-2007年GDP增长和机械行业上市公司总体财务数据可知，随着GDP增速的提高，机械行业上市公司平均净资产收益率呈加速增长趋势。2008年中国经济受雪灾、奥运和国际金融危机的影响，预计GDP增长大概能够达到9.5%左右，相比07年的11.9%，大幅回落2个百分点，在一年当中，GDP的增长率下降2个多百分点，这是近十几年来没有出现过的。

除了金融危机的影响，也有中国经济发生的自身的周期影响。也就是说，如果没有金融危机，由于周期的影响，2008年的GDP增长也是略有下降的，而且这种周期影响从5月份开始，年中的时候已经显示出来的。比如说1-5月份的时候，经济增长的火车头，也就是发动机的几个地区，包括上海、北京、广东、天津，GDP增长率都已经掉到了全国31个省市区的后10名。特别是上海，当上海跌破全国GDP增长率的平均水平时，这是16年没有出现过的。未来三年左右时间，中国经济将步入周期性放缓阶段。当前中国经济的回落是国内国际经济作用相互交织的结果，也是经济增长周期的必然，预计明年我国GDP增速继续回落1.5个百分点，达到8%左右。

机械行业为强周期性行业，当经济增长放缓时，全行业的销售和盈利都将出现更大幅度的回落，预计09年经济下行见底的时候，机械行业的下行周期才会见底。

2、 固定资产投资增速下滑直接影响机械行业



数据来源：万德资讯

预计 2009 年投资增速将低于 2008 年，主要理由为：

- 1) 世界经济减速，外部环境更趋严峻。由美国次贷危机引发的国际金融危机正在向实体经济蔓延。在国际金融危机和高通胀的双重打击下，世界经济陷入衰退的风险急剧增大，短期内恢复到危机之前状态的可能性不大。由于发达国家是发展中国家出口的主要目的地和资金来源国，金融危机将不可避免地导致发展中国家陷入危机，也将对我国经济带来巨大冲击，严重挫伤投资者的信心。
- 2) 国内经济进入调整期，出口增长放慢。如果说本轮经济景气周期始于 2002 年下半年的话，今年将是本轮经济周期进入调整的开始。预测，2009 年我国经济将继续调整，全年增长 8%，低于 2008 年约 1.5 个百分点。主要理由是：外部形势严峻，出口需求放缓；经济周期性调整压力不断增大；股市、楼市、车市同时低迷影响进一步扩大消费需求。
- 3) 成本上升和产能过剩“两碰头”，企业效益下滑。企业效益是决定企业投资能力和意愿的重要因素。2008 年前 8 个月全国规模以上工业企业实现利润 18685 亿元，同比增长 19.4%，增幅比上年同期降低了近 10 个百分点。由于我国企业效益对投资的影响滞后期约为 6 个月到 1 年，2008 年企业效益下滑将减弱 2009 年企业扩大投资的能力和意愿。另外，2009 年要素价格改革势在必行、经济放缓产能过剩问题日益突现，成本上升和产能过剩“两碰头”，使企业盈利前景不容乐观，这将进一步影响企业投资积极性。
- 4) 市场继续调整，房地产投资增长放慢。从发展趋势看，致使 2009 年国内房地产继续调整、投资减速的因素还在不断增多。需求方面，经济放缓、股市暴跌、收入减少和全球房市下跌，将使房市自住、投资和投机三大需求同时受到抑制，买房者的购房能力和购房意愿短期内很难提振。供给方面，受成交量萎缩、开发企业资金紧张和市场前景看淡等因素影响，开发商也将主动放慢投资进度。另外，2008 年房地产投资增长基数比较高，也是影响明年房地产投资增长的因素之一。
- 5) 投资者悲欢情绪蔓延，新开工项目计划总投资增幅大降。根据环球金融服务集团 ING 最新发布的报告，2008 年三季度我国投资者情绪指数仅为 88，比去年同期下降 46%，比上一季度 117 下降了 25%，标志着我国进入悲观情绪指数范围。与投资者信心重挫相一致，前三季度，新开工项目计划总投资 61310 亿元，仅增长 1.7%，增幅降低超过 20 个百分点。新开工项目计划总投资的大小是反映未来投资潜力的重要指

标。2008 年新开工项目计划总投资增长率大幅降低预示着投资潜力下降，增速下滑，2008 年前三季度投资的较快增长不具有可持续性。

分析 2000-2007 年固定资产投资与机械行业财务数据之间的关系，可知机械行业大约有半年左右的超前反应，即固定资产投资增速下降会提前反应在机械行业的收益上。预计 09 年固定资产投资增速在 19%左右，远低于 08 年的 26%，将极大影响机械行业。

2005-2009 年固定资产投资增速：

年份	2005	2006	2007	2008（预测）	2009（预测）
全社会固定资产投资	25.7	24	24.8	26	19
城镇固定资产投资	27.2	24.5	25.8	26.5	20
其中：第一产业	27.5	30.7	31.1	60	25
第二产业	38.4	25.9	29	28.5	22
第三产业	20	23.3	23.2	24	19
房地产开发投资	20.5	25.4	30.2	25.5	10

（二）外需放缓，出口压力增加

1、08 年 1-8 月国内机械行业新订单同比大幅下降

机械行业新订单同比大幅下降，降幅在 20%以上。尤其是交通运输制造业下降趋势更为明显，我们认为随着居民财产性收入的降低，和成品油价格调整，08 年下半年来自交通运输行业的订单会继续减少。其他子行业同样受到下游行业不景气和固定资产投资增速下滑的影响，订单也将持续下降。

2、部分子行业出口增速负增长

今年前三季度，中国工程机械行业的发展总体保持了较快的增长速度，但从 10 月开始，不少企业销量骤减，有的企业甚至开始出现亏损。

中国国际贸易促进委员会机械行业分会调查表明，受销量下滑和汇率等因素影响，虽然全行业的亏损还没有出现，但部分骨干企业的利润空间已被大大压缩，出口增幅有加速下滑的趋势，负增长也有可能出现，同时，部分经营管理不善的企业开始出现亏损。中国工程机械工业协会挖掘机分会对行业内 20 多家主要企业的统计表明，10 月份，可比样本的销量为 4332 台，同比和环比都下降了 17%。

按照以前的规律，7-9 月是工程机械行业的传统淡季，10 月份之后销量会有所回升。另外，今年的奥运赛事影响到了一些项目的开工，也就是说，前期被压抑的需求在 10 月份应该开始释放，销量会逐渐回升。但是，2008 年 10 月份却出现了少有的同比和环比的双双回落。

3、人民币升值因素将继续影响机械行业出口

由于全球都面临经济放缓的压力和人民币升值的影响，传统的创汇大户机械行业出口出现较大幅度的下滑，而进口却大幅度增长。08 年 1-7 月机械行业进口同比增长了 24.55%，出口从 07 年底的 40%下降到 34%左右，其中机床工具行业进口同比只增长了 13.31%，工程机械以及重型矿山机械出口也都低于行业平均出口增

速。人民币的升值对于我国技术含量较低的机械制造业影响较大，出口下降比较明显；同时由于全球金融动荡，各国都面临经济放缓的压力，需求的减少将导致机械行业出口将会进一步下滑。

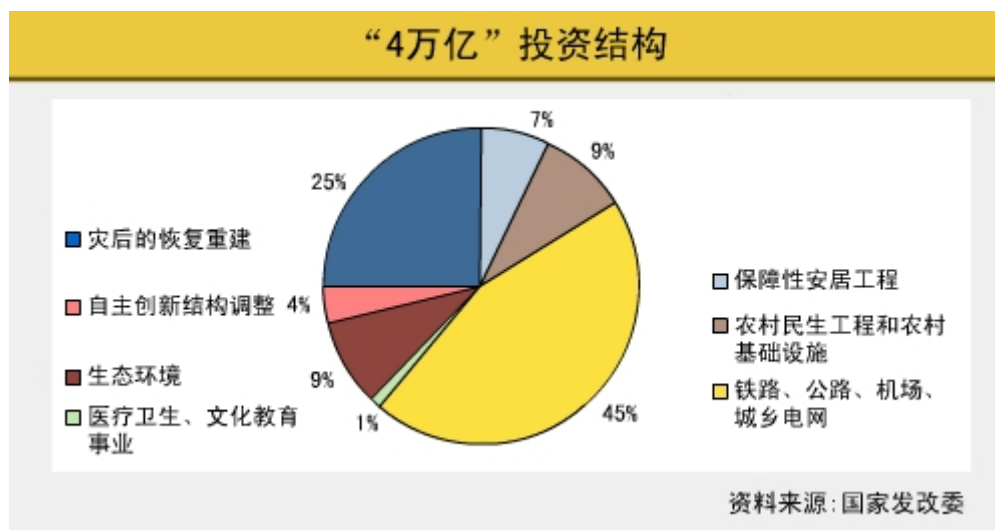
出口为机械行业增长重要的因素，如工程机械部分公司出口增长连续三年保持在 100%以上，三一重工，中联重科等公司出口所占销售比重已达 15%以上。出口增速的下滑将更大的影响机械行业的增长。

(三) 财政扩张政策对行业拉动有限

1、09 年不会立刻见效

根据发改委公布的信息，“4 万亿”投资的具体构成是，近一半投资将用于铁路、公路、机场和城乡电网建设，总额 1.8 万亿元；用于地震重灾区的恢复重建投资 1 万亿元；用于农村民生工程 and 农村基础设施 3700 亿元；生态环境 3500 亿元，保障性安居工程 2800 亿元，自主创新结构调整 1600 亿元，医疗卫生和文化教育事业 400 亿元。07 年我国全社会固定资产投资总额超过了 13 万亿元，预计 08 年超过 17 万亿元，09 年 20 万亿元左右。据国家发改委测算，这 4 万亿元投资每年能拉动经济增长约 1 个百分点。

我们预计这种大规模刺激经济政策若想见效需要一段时间，08 年、09 年都是调整的过程，10 年能够稳定住，能够恢复到一个比较稳定的增长状态，而 4 万亿经济刺激计划最快会在 2010 年见效。



2、4 万亿并非全为增量

目前尚未明确经济刺激的具体内容，4 万亿元的刺激计划还是有诸多不确定性，如这是一个投资总额的概念，并没有确定投资额度增量的大小。我们预计实际投入的增量部分可能有限。整个刺激计划看上去很大，但实际上是很多已经宣布的投资计划的集合。一些投资是此前就安排好的，例如四季度增加的投资中，包含了明年灾后重建基金提前安排 200 亿元。此前有媒体报导“国家投资 2 万亿元建设铁路”，铁道部人士澄清，指的是 2004 年 1 月至今国务院已批复的铁路建设项目投资规模已达到 2 万亿元，其中在建项目规模超过 1.2 万亿元，而不是将要投资金额。

3、对机械行业利好有限

按固定资产投资中用于设备器具类投资额占比一直维持在 20%左右的水平测算，假定增加 2 万亿元投资，则购置设备的约 4000 亿元，与 2008 年度预计的机械行业收入约 9 万亿相比，带来的收入增长约为 2%，对机械需求拉动有限。

具体到机械行业各子行业，作用最大的工程机械 09 年销售收入实际拉动在 5%左右。考虑到工程机械国内房地产等市场需求严重萎缩，15%左右的出口也面临严峻考验，实际影响有限。特别是考虑到从立项到实际投资到位，再到形成对设备的购买估计需要至少半年的时间，短期内不会改变机械行业业绩下滑的趋势。

三、重点子行业——机床行业投资策略

机床是先进制造技术的载体和装备工业的基本生产手段，是装备制造业的基础设备，主要为汽车、军工、农机、工程机械、电力设备、铁路机车、船舶等行业服务。我国已连续几年成为世界最大的机床消费国和机床进口国，是世界第三大机床生产国。

2006 年 1-12 月，我国累计生产数控机床 85756 台，比 2005 年同期增长 32.78%；2007 年 1-12 月，我国累计生产数控机床 123257 台，比 2006 年同期增长 32.57%；2008 年 1-10 月，我国累计生产数控机床 105780 台，比 2007 年同期增长 2.96%。

由于机床行业对国防军工和制造业竞争力的关键作用，我国政府已将机床行业提高到了战略性位置，把发展大型、精密、高速数控设备和功能部件列为国家重要的振兴目标之一。随着一系列扶持性政策的陆续出台，未来几年我国机床行业有望在延续快速增长态势的同时，在技术能力上实现质的突破，在高端机床领域形成国际竞争力，并诞生出几家世界级的机床企业。总体上看，我国机床市场的中长期发展势头依然会比较强劲，中国机床行业在未来几年将步入发展的战略机遇期。

到 2010 年，国产数控机床将占国内 market 需求的 50%以上；功能部件配套齐全，自给率达 60%；关键功能部件将实现产业化；高精度数字化测量仪器和数控刀具将得到发展，为中高级数控机床配套。2010 年国内有自主知识产权的数控系统占数控机床总产量的 75%；在国产数控机床销售额中，经济型数控机床约占 50%，满足国内市场需求并达到批量出口能力；普及型数控机床约占 45%，实现规模化生产，逐步扩大出口；高级型数控机床约占 5%，品种将大大增加，并在出口上将取得突破。

(一) 行业回顾

据机械工业联合会数据，2008 年 1-10 月，国内机床工具行业销售产值为 3076.11 亿元，同比增长 31.24%，其中出口产值为 322.96 亿元，占 10.5%，同比增长 18.39%。从趋势上看，今年 2 季度以来机床工具行业增速呈现出逐步下滑的趋势。从产品来看，主要产品数控机床的产量增速也呈逐渐下滑趋势，其中 8-10 月连续 3 个月负增长。机床的周期滞后于经济周期半年左右，而 2009 年制造业投资增速下滑的幅度要甚于全部投资增速下滑的幅度，因此我们判断机床行业 2009 年的需求增速将有明显回落，初步估计 2008 年机床工具销售产值增长 29%左右，2009 年增长 16%左右。行业内多数企业都将感受到需求增速回落，但部分用于铁路设备制造、输变电设备制造等国家重点投资领域的专业化小公司有望录得较好增长。

2008 年上半年，机床工具行业的库存较往年大幅增加，工业产品销售率逐月降低，从而导致了流动资金紧张。而且当前制造成本不断上扬，企业利润空间也随之下降，企业面临着巨大的经营压力。而行业投资与

此发展趋势背离——投资增长依然较快。

据机床工具行业前 5 个月的数据看，金属切削机床产成品库存同比增加了 25.8%，去年年底仅为 3.5%；成形机床库存增加 7%，2 月是 1.4%；机床电器增加 23.9%，2 月是 10.1%；此外，机床附件增加 3.4%，量刃具增加 1.6%。在整体库存增加的数据下，可以发现，现在库存增长最多的就是低端的非数控产品，并且一些经济型数控机床也已经开始出现滞销。

(二) 机床供需错位的矛盾日益显现

2008 年席卷全球的金融风暴给我国的制造业带来很大的冲击，作为制造业基础的装备制造业也无法独善其身，08 年第四季度开始很多机床厂商的订单开始减少，产品开始积压，资金链日益紧张。消费需求的下降、消费信心的丧失、用户固定资产投入的减少都在影响着装备制造业。

随着我国经济的发展，机床供需错位的矛盾日益显现。这几年我国机床用户的需求逐渐向高端发展，中低端产品需求量逐年减少，尤其是这几个月以来中低端产品积压严重，销售明显不畅，导致一批生产中低端设备的厂商面临寒冬，像大连机床、沈阳机床等企业生产的中低端设备积压严重。于此同时我们发现高端产品供不应求，像沈阳、齐二、武重等企业生产的高端设备依然供不应求，另外我国今年进口设备总额依然上升很快。可以看到我们提供给市场的中低端产品市场却并不需要，市场需要的高端设备我们有提供不来。虽然我国机床厂商制造能力和产品水平较前几年有了很大的进步，但离市场需求依然脱节。可见我们机床行业的产品结构急需调整，着重发展高端设备是我们接下来几年的重点发展方向。

(三) 机床行业或将进入产业结构调整期

以行业龙头企业为例，沈阳机床近年来对自主创新和规模扩张投入的比例大约是各占 50%；大连机床大约是自主创新占了 30%，规模扩张占了 50%；还有一些企业并没有在规模扩张上下功夫，而是专注于自主创新，比如数控系统企业大连光洋，规模不大，但是在研发方面实力突出，在业界有着良好的口碑；当然，也有一些企业把大部分的投入放到了简单的规模扩张上，在产品研发上没有形成积累。

不同的发展战略将收获不同的结果。在市场持续火热的情况下，高端产品卖得好，低端产品也一样抢手，而随着市场经济形势的逆转，高端产品与低端产品的市场差异正在逐步显现出来，企业早前的发展战略也将显现不同的市场效果。

显然，在这种趋势下，产业结构将进入加速调整期，或者说产业结构将从企业的主动调整过渡到外力压迫下的被动调整，后者显然更残酷，但同时也将更有效的加速这种进程。在这样的回落形势下，也有值得欣慰的进步显现出来。在上半年，中低档产品库存明显增加的情况下，行业的销售额还能保持百分之二三十的增长。这充分显示了行业适应市场的能力已经得到了很大的提高。比如，在汽车、船舶、能源等领域，不断有国产产品实现替代进口，而且已经能够提供成套设备。

而伴随着产业结构的加速调整，产业格局也将不再稳定，机床工具行业或将面临着新一轮的洗牌。有些企业可能惨遭淘汰，相反，有些企业可能会逆市上升，在这个过程中，也许更多的业外资金将随之涌入，一些企业或将改头换面，转换身份。也许不久后，行业企业将会有新的座次排名。

(四) 两年内面临 3 大利好

机床行业经过了 7 年的快速发展, 整个行业打下了良好的经济和技术基础。2 年内我们将面对 3 大利好: 国家在 2 年内投入 4 万亿人民币的资金发展经济; 国家十一五计划中 16 个重大专项需要大量的高端机床; 自 2009 年 1 月 1 日起企业固定资产投资的增值税可作抵扣。

不管是铁路建设、电站建设、航空航天建设均需要大量的高端机床来支撑, 比如京沪高速铁路的设计时速达到 380KM/小时, 这对铁路铁轨和枕木的精度提出了很高的要求, 也对机床行业的装备提出了较高的要求。前不久杭州机床厂通过招标争取到开发磨削铁路枕木的高速、精密磨床的任务, 但是能否按时完成并交货对于杭州机床厂而言是一个较大的考验。

此外, 汽车行业和是机床行业的最大用户, 据统计"十五"期间汽车产业固定资产投资为过去四个五年计划的总和, 预计"十一五"投资约 6000 亿元, 约 50% 购买设备。"十二五"是我国汽车产量跃居世界第一, 同时完成由汽车大国向强国转变的关键时期, 投资还会增加。从"十一五"到"十三五", 汽车产业购买设备的投资将达到万亿元。汽车产业要实现自主创新的物质基础最重要的是制造装备, 目前中国的汽车制造装备对外技术依存度约 70%, 如果到 2020 年对外技术依存度能够降低到 30%, 从"十一五"到"十三五"平均达到 50%, 则汽车工业为国内机床及相关装备制造业提供约 5000 亿元市场。这是我国机床及相关装备制造产业大面积进入汽车产业最后的机遇期。

(五) 09 年有望保持 20% 以上的增长

2008 年以来, 机床行业增速持续回落, 1-10 月行业销售收入 3076 亿元, 同比增长 31.2 元, 其中 10 月份销售额 328 亿元, 同比增长 27%, 比上月环比下降 6%。

行业增速回落的原因在于两个方面: 一是主要下游汽车、机械、造船等增速放缓, 对机床需求下降; 二是受上半年宏观调控以及全球金融动荡的影响, 大部分中小企业资金紧张, 没有能力采购新设备。

展望 2009 年, 机床的主要下游行业中, 铁路装备和航天军工将继续快速发展, 对机床需求将持续增长; 汽车、机械、造船等行业增速将回落, 对机床需求也将出现增速下降, 不过在国家“保八”以及相关经济和货币政策的推动下, 我们预计 2009 年机床行业增长将好于 2008 年第 4 季度的水平, 尤其是第 2 季度以后, 行业将呈现恢复性增长, 预计全年增速将达到 20% 左右。

(六) 重型机床增长前景看好

重型机床由于技术要求高, 工艺难度大, 一直是我国机床行业较为薄弱的领域, 近年来, 随着国家对行业支持力度加大和企业自身的技术进步, 目前正处于加速发展, 赶超国际先进水平的关键时期, 近年来重型机床的增速明显快于机床行业的整体增速, 2003 年至 2007 年, 国内重型机床年均增速 65% 以上, 2008 年 1-9 月, 重型机床的增速为 56%, 比机床行业的增速高 1 倍。预计 09 年国内重型机床增长将保持在 25% 以上。

(七) 机床行业重点公司

1、沈阳机床 (000410)

沈阳机床是国内最大的机床生产企业, 也是国内最大的数控机床和数控加工中心生产企业, 在摇臂钻床市场占有率为 85%; 数控机床市场占有率为 20%, 普通机床市场占有率为 20%, 居全国第一位。公司能够生产

除磨床外的所有金属切削机床，综合技术实力领先于国内同行。

公司自主开发的数控机床已批量进入了国内三大汽车集团，在行业内处于领先地位。近年来机床行业迎来了极好的外部环境，国家大力支持装备制造业升级，数控机床是国家重点扶持的领域，龙头公司将获益较大。

公司上半年实现营业收入 28.53 亿元，较去年同期增长 10.12%；营业利润 6559 万元，同比下降 38.98%；归属于母公司净利润 4670 万元，较上年同期下降 34.07%，实现每股收益 0.086 元。作为国内机床行业的龙头公司，公司 08 年上半年入增长 10.12%，低于行业增速 34%，08 年净利润负增长，大大低于行业利润大幅增长 42%。

公司上半年综合毛利率只有 15.85%，比去年同期下降了 1.23 个百分点，也低于 1 季度的 16.22%，其中收入结构中占比最大的数控机床产品毛利率下降了 4.87 个百分点；普通车床收入占比为 22.53%，虽然在钢材价格大幅上涨情况下较去年同期毛利率只下降了 0.11 个百分点，但毛利水平本身只有 4.91%。7 月份以来国内钢材价格出现持续回落，这对公司恢复毛利率也将产生积极的影响。

作为我国机床行业的龙头企业，由于产品链较长，受行业周期性波动影响明显。普通机床、普通数控机床等产品销量萎缩，订单下滑，盈利能力下降，而大型产品、镗铣床等依然增长良好。2008 年中期，公司数控机床收入增长 23.5%，普通机床仅增长 0.12%，毛利率水平均呈大幅下滑趋势，预计全年完成 70 亿的销售目标有一定的困难。

公司历史财务数据：

	2008 三季报	2008 中报	2007 年报	2006 年报	2005 年报
每股收益-期末股本摊薄(元)	0.0651	0.0856	0.138	0.3286	0.28
净资产收益率-平均(%)	2.72	3.57	6	9.94	10.15
总资产净利率-平均(%)	0.53	0.66	1.14	2.27	2.12
销售毛利率(%)	15.89	15.85	17	20.11	20.8
销售净利率(%)	0.88	1.77	1.25	2.31	2.39
资产负债率(%)	82.34	82.68	81.57	76.77	79.04
营业利润同比增长率(%)	-66.16	-38.98	-54.36	48.63	125.05
营业总收入(元)	4,580,340,034	2,858,464,743	5,883,383,811	5,318,109,089	4,348,516,835
营业总成本(元)	4,539,267,215	2,792,905,140	5,761,588,395	5,062,417,817	4,197,431,537
营业收入(元)	4,580,340,034	2,858,464,743	5,883,383,811	5,318,109,089	4,348,516,835
营业利润(元)	42,082,476	65,590,596	118,076,493	258,735,094	174,074,852
利润总额(元)	69,652,639	68,179,756	173,092,493	247,658,456	183,496,458
净利润(元)	40,196,049	50,558,557	73,330,880	122,984,112	103,732,730
归属母公司股东的净利润(元)	35,484,714	46,696,302	75,252,505	112,019,280	95,360,262

预计公司 08 年每股收益 0.01 元，09 年 0.06 元，给予观望评级。

2、昆明机床（600806）

公司主要产品为镗床(包括卧式镗床、落地镗床、卧式加工中心、坐标镗床)，国内规模居第二位，技术水平居第一位，产品的大型数控化比率达到 50%以上，居国内首位。

公司历史财务数据：

	2008 三季报	2008 中报	2007 年报	2006 年报	2005 年报
每股收益-期末股本摊薄(元)	0.4961	0.3485	0.5718	0.4002	0.0748
净资产收益率-平均(%)	22.73	16.52	32.06	16.78	3.53
销售毛利率(%)	33.64	35.17	35.93	31.5	26.33
销售净利率(%)	17.85	18.99	19.31	12.62	4.25
营业利润同比增长率(%)	18.74	54.67	134.85	146.48	528.52
营业总收入(元)	1,212,550,730	808,588,143	1,302,385,628	852,038,766	672,642,924
营业总成本(元)	994,785,534	661,224,547	1,047,705,994	731,795,764	620,318,247
营业收入(元)	1,212,550,730	808,588,143	1,302,385,628	852,038,766	672,642,924
营业利润(元)	228,001,960	154,381,972	282,722,374	120,385,751	48,841,895
利润总额(元)	251,141,619	179,494,603	297,182,436	124,463,952	38,353,680
净利润(元)	216,489,158	153,571,241	251,478,486	107,541,649	28,602,179
归属母公司股东的净利润(元)	210,770,299	148,071,729	242,957,688	98,058,775	18,321,052

1) 公司销售状况延续了 07 年的旺盛势头，订单饱满，已排至几个月后

我们了解到公司销售势头良好，目前未见受宏观调控的影响，主要产品卧镗落镗订单已排至几个月后。

2) 成本压力明显，通过提价部分转移

公司成本中有 25-40%为外购件，30%左右为钢材和铸铁成本，其中铸铁成本又占钢铁成本的 85%左右。07 年 4 季度到 08 年 1 季度 6 个月时间内，铸铁价格从 5000/吨涨至 6000/吨，导致公司成本增加。

我们在公司了解到，受铸铁涨价影响，公司现有订单毛利将下降 10%左右（从 32%降至 22%），但新增订单将通过涨价部分抵消成本影响。

公司介绍，昆机对铸铁涨价的策略是由上游、公司和下游企业三方共同承担，即铸铁涨价一部分、产品涨价一部分，公司自己承担一部分。公司方面认为虽然产品涨价不能完全抵消成本增加，但通过扩大产能、提高数控化率等措施降，可使公司产品 08 年维持 07 年的毛利。

3) 公司未来两年不会有产能瓶颈

我们从公司了解到，昆机目前整体并未出现产能瓶颈，生产线弹性很大，各产品生产的兼容性很强，仅部分工序出现生产紧张现象，通过外购设备便可解决，因此两年内不会出现产能瓶颈。

但我们注意到，公司目前厂房使用比较紧张，昆机和下属道斯公司共用一个生产车间，同时公司厂区并无多余土地可用来建设厂房，如果公司在两年后需大幅增加产能，则需要重新购买土地来完成。

4) 08 年固定资产投入 1.3 亿元左右

为打通部分工序产能瓶颈，预计公司在 08 年在固定资产方面的投入将达到 1.3 亿元，超过 07 年的 0.8

亿元，该投入全部为设备方面支出，没有厂房等方面的建设。

5) 人工成本影响不大

公司员工平均收入高于昆明当地制造业平均水平，因此新劳动法对公司人工成本影响不大。

6) 公司各项税收优惠政策保持不变

公司 15%所得税和 50%增值税返还政策没有变化。

7) 08 年运营状况

根据我们的判断，公司 08 年机床收入可达到 14 亿元左右，压缩机收入约为 3 亿元，均保持大幅增长。但利润增速将难以保持 07 年的增长水平，预计机床 14 亿元的收入中，有 5 亿元左右受成本增加影响，毛利降至 22%左右，剩余产品通过提价和扩大规模，毛利可保持 07 年 32%的水平。

8) 盈利预测

2007 年公司销售收入超过 12 亿元，净利润超过 2.2 亿元，每股收益超过 0.518 元。预计 08 年公司收入超过 17 亿元，其中机床产品 14 亿元，其他产品（包括压缩泵）共 3 亿元。机床产品由于受年初铸铁涨价而产品未涨价影响，毛利降至 29%，压缩为维持 30%毛利不变，期间费用率 10%左右，考虑到增值税返还应在 3000 万元左右，按 15%所得税率，公司 08 年净利润约为 2.60 亿元，每股收益 0.62 元。

我们预计公司 08 年收入仍将保持 30%以上的增长，但受原材料涨价影响，公司毛利下降 4-5%左右。随着公司产品售价的提高，规模的扩大，数控化率的提高，以及高毛利落地镗床份额的不断扩大，同时伴随着整个行业上下游对通货膨胀和原材料涨价不断的调整，我们预计公司 09 年毛利将回升至 07 年的水平，预计总收入可达到 20 亿元左右，净利润达到 4 亿元左右，每股收益 0.96 元左右。给予持有评级。

3、秦川发展（000837）

公司是我国齿轮磨床的龙头企业，随着汽车、航天、军工等下游行业的快速增长、齿轮加工方式从不磨削到磨削的改变和进口替代出口增长的较大空间，推动齿轮磨床需求将较快稳定增长。

公司 2008 年前三季度完成销售收入 8.64 亿元，比去年同期增长 53%；实现净利润 8465 万元，比去年同期增长 39.5%；每股收益 0.238 元。机床业务高增长是主要动力。机床业务是公司最主要的收入和利润来源，08 年前三季度公司机床业务销售收入同比增长约 53%，成为三季报业绩增长的主要动力。

公司历史财务数据：

	2008 三季报	2008 中报	2008 一季报	2007 年报	2006 年报	2005 年报
每股收益-期末股本摊薄(元)	0.2381	0.1763	0.0512	0.3112	0.1781	0.1995
每股净资产 BPS(元)	2.38	2.3156	3.26	3.2147	2.93	2.77
净资产收益率-平均(%)	10.54	7.91	1.58	10.15	6.27	7.45
销售毛利率(%)	25.21	25.51	23.14	27.38	23.94	25.11
销售净利率(%)	9.8	10.64	5.1	8.68	5.95	7.84
资产负债率(%)	40.46	39.4	40.21	40.29	36.98	41.03
营业利润同比增长率(%)	56.53	62.38	47.15	28.24	-4.34	2.77

营业总收入(元)	863,623,118	585,932,307	239,403,892	846,396,590	676,414,326	585,588,659
营业总成本(元)	767,017,084	515,985,085	223,373,277	767,413,333	626,633,273	532,293,307
营业收入(元)	863,623,118	585,932,307	239,403,892	846,396,590	676,414,326	585,588,659
营业利润(元)	95,434,826	68,788,030	15,593,527	64,063,029	49,957,105	52,223,936
利润总额(元)	101,887,623	74,660,055	15,383,652	83,638,922	51,120,855	54,743,089
净利润(元)	84,647,955	62,337,787	12,205,924	73,439,291	40,229,363	45,896,858
归属母公司股东的净利润(元)	83,032,075	61,489,503	11,903,220	72,352,660	41,410,545	46,372,042

盈利预测综合值一览	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业总收入(百万元)	585.59	676.41	846.40	1,169.80	1,453.38	1,761.09
增长率(%)	15.40	15.51	25.13	38.21	24.24	21.17
归属母公司股东的净利润(百万元)	46.37	41.41	72.35	119.16	155.59	195.00
增长率(%)	1.51	-10.70	74.72	64.70	30.57	25.33
每股收益-摊薄(元)	0.1995	0.1781	0.3112	0.3417	0.4462	0.5592
市盈率	23.31	26.11	14.94	13.61	10.42	8.32
PEG ^[4]	15.43	-2.44	0.20	0.21	0.34	0.33

秦川发展是陕西省机床工具类企业中唯一的上市公司，省内机床资产重组给上市公司带来很大的发展想象空间。陕西省机床工具类资产总共 25 家左右，隶属于国资委、电子工业部、航空工业集团等直属，未来陕西机床工具集团的发展空间巨大。公司的新第一大股东陕西秦川机床工具集团已经挂牌成立，新集团将以上市公司秦川发展为平台，整合陕西的机床资产，最终实现整体上市，计划五年后年收入达到 100 亿元。由于汉江机床的螺纹磨、汉江工具的刀具等在国内处于领先地位，有关部门也计划将这些优质资产注入上市公司秦川发展中，未来想象空间较大。

综合考虑公司行业地位、产品发展前景和资产注入预期，我们给予“买入”评级。

四、 重点子行业——船舶制造行业投资策略

(一) 行业回顾

1、 2008 年 1~10 月我国船舶出口快速增长

海关统计，2008 年 1~10 月我国累计出口各类船舶 186.9 万艘，价值 150.6 亿美元，比 2007 年同期增长 1.5 倍和 60.8%。其中，10 月份单月我国出口船舶 29.5 万艘，增长 1.7 倍，价值 15.8 亿美元，增长 53.6%。其出口主要特点有：

1) 加工贸易出口额占据 9 成以上

1~10 月，我国以加工贸易方式出口船舶 137.2 亿美元，增长 61%，占同期我国船舶出口总额的 91.1%。

2) 国有企业为出口主力军，外商投资企业和私营企业出口倍增

1~10月,我国国有企业出口船舶92.4亿美元,增长35.1%,占同期我国船舶出口总额的61.4%;外商投资企业出口35.7亿美元,增长1.6倍;私营企业出口船舶17.5亿美元,增长1.1倍。

3) 主要出口至欧盟、东盟和香港

1~10月,我国对欧盟和东盟分别出口船舶52.2亿美元和36.7亿美元,分别增长58.7%和68.4%;此外,内地对香港出口23.8亿美元,增长1.5倍。对上述3市场出口值合计占同期船舶出口总值的74.8%。

4) 江苏、上海和浙江为主要出口省市

1~10月,上述3省市企业分别出口船舶33.7亿美元、28.8亿美元和24.2亿美元,分别增长1.1倍、68.3%和84.1%,三者出口值合计占同期全国船舶出口总值57.6%。

5) 机动集装箱船、机动散货船和成品油船为前3大出口品种

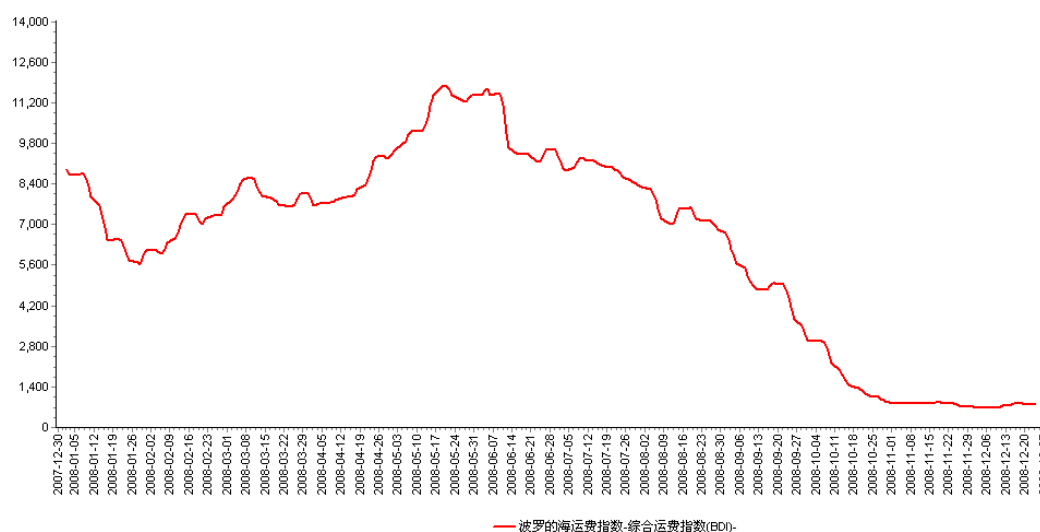
1~10月,我国出口机动集装箱船49.1亿美元,增长78.5%,占同期船舶出口总值的32.6%;出口机动散货船29.1亿美元,增长45.5%,占19.3%;出口成品油船25.1亿美元,增长48.5%,占16.7%。上述3大品种合计占同期船舶出口总值的68.6%。

目前,我国的造船量已经从1952年的1万吨增长到2007年的2164万吨,占到了全球造船市场份额的23%,成为全球第三大造船国。今年前三季度我国造船量占世界的21.2%,承接新船订单5290万吨,占全球市场份额的37%。

2、金融危机对行业发展造成较大冲击

1) 航运经济不景气,直接影响到对新船的需求

世界经济增速放缓,大宗商品贸易需求下降,导致航运业衰退,不少航线出现运力过剩、航运价格下挫等问题,如亚美航线运价从年初的1000美元/标箱跌至目前300~400美元/标箱。波罗的海航运指数(BDI)从2008年5月20日的高峰11793点持续下滑,11月5日BDI已经下挫至826点,半年内骤降逾93%。



— 波罗的海运费指数-综合运费指数(BDI)-

数据来源: Wind资讯

2) 国际航运市场持续低迷导致延付、撤单成为船市焦点

目前全球 10 大班轮公司或削减航线,或将船舶退租,以期改善自身经营状况,这也直接抑制了对新船的需求。受此影响,8、9 月份船的成交量下滑,分别比 7 月份下降了 54%和 38%,10 月份成交量进一步下降。同时,欧洲航运界已停止新签合同,国内造船企业很难承揽到 2011 年以后的欧洲订单,新签订单数量明显减少。

3) 信贷紧缩导致融资困难

美国次贷危机导致全球金融体系震荡加剧,银行可流动性资金紧缺,借贷条件逐步收紧,而船舶行业占用资金量大、时间长,银行因此加强了风险评估和控制。2008 年全球船舶总融资额削减至 1000 亿美元,较去年缩减了 1/3。由于融资受到制约,且融资成本增加,导致部分船东弃船,今年年初香港金辉船务放弃了在大连制造的两艘超大型矿石船订单。

4) 技术创新水平有待提升

目前国内多数船厂依然扮演着“组装厂”的角色,许多关键配套设备,如主机、卫星通讯导航系统等仍依靠进口,缺乏品牌船型和技术储备,综合实力与世界一流船厂差距明显。尽管近年来国内造船业蓬勃发展,但在近期全球经济出现较大波动的背景下,不确定因素增加,船舶行业的可持续发展受到挑战。

(二) 09 年仍不乐观

造船业下行周期较为漫长,行业新接订单加剧下降,船价出现向下拐点,航运极度低迷导致退单风险也在加大,我们认为,造船行业从新接订单下降到船价下跌,再到公司盈利下滑的传导机制已经形成,行业已经进入一轮较长的下行周期。

预计 09 年造船行业依然会是令人失望的一年。由于巨大的在手订单量,09 年全球新签船舶订单将持续低迷,我们估计成交量将低于 08 年。尽管我们相信 08 年 11 月份的新船成交量已经达到谷底,以后会逐月回升,但是船价的下跌才刚刚开始,09 年仍有较大下跌空间。船价大幅下跌和航运市场不景气,将使 09 年船东取消和推迟已签订单的风险大幅攀升。市场对造船行业的关注将从订单量下降转移到订单的延期和撤销上。

五、 重点子行业——工程机械投资策略

(一) 行业概述与回顾

1、 总体涨幅超过 07 年,但增速回落

2008 年上半年,中国工程机械实现创记录的高速增长,销售收入同比增长 50.5%;销量增长 36%;出口增长 72.4%,达 63.5 亿美元,达到历史同期最好水平。

进入三季度以来,增速明显回落,回落的速度各机种有较大区别,基本均呈现逐月下降的态势,但由于上半年增长幅度大,与去年累计同比仍有较大上升,多数产品前三季度的销售已接近去年全年的水平。今年前三个季度几个主要产品的抽样统计数据如下:

机种	产品销售收入增长 (%)	产品销量增长 (%)
铲运机械	33.1	20.7
工程起重机	85.6	23.2
工业车辆	13.2	5.9
路面机械	9.5	11.9
挖掘机	——	23.0
总计	43.8	17.5

进入10月份以来,全行业下滑的趋势更加明显,相当数量的企业由于定单减少或用户延迟提货,库存增加,开工不足,资金流紧张,虽然从统计数据看同比去年仍有增长,部分行业和企业形势还相当不错,但全行业呈现不景气的态势是确定无疑的了。下面是截至10月份的行业情况:

机种	产品销售收入增长 (%)	产品销量增长 (%)
铲运机械	29.8	15.6
工程起重机	72.2	20
工业车辆	10.8	25.8
路面机械	11.2	9.8
挖掘机		26.6
总计	38.2	21

其中挖掘机,10月份比9月份销售减少870台,减少16.7%;推土机10月份和9月销量基本持平,比去年同期增加9%;装载机10月份比9月销量减少22%,比去年同期减少33.8%,但累计同比仍增加14.9%;叉车10月份比去年10月增加销售5.2%;压路机10月比去年同期减少6.3%,累计增加11.5%。

今年我国工程机械实现增长是确定无疑的,但增长幅度比去年将有较大下降,应该在20%-25%之间。

2、出口继续保持高速增长,但呈回落姿态

今年前三季度,我国工程机械进出口总额为148.5亿美元,比上年增长51.5%,贸易顺差近58亿美元。累计出口额为103亿美元,同比增长67.5%,但增幅也有所下降。

2008年1-9月,累计进口金额为45.3亿美元,比上年增长24.6%;其中整机进口26.4亿美元,比上年增长14.3%,占进口总额的58%;零部件进口18.9亿美元,比上年增长42%,占进口总额的42%。其中履带挖掘机进口12.8亿美元,比上年增长28.5%,占进口整机的48.5%;叉车进口2.5亿美元,比上年增长7.6%;隧道掘进机的进口持续下降。

累计出口金额103亿美元,比上年增长67.5%;其中整机70.8亿美元,比上年增长68.2%,占出口总额的69%;零部件出口32.4亿美元,比上年增长66.5%,占出口总额的31%。目前,工程机械的出口虽然仍保持一个增长的态势,但行业大型出口企业普遍反映有急剧下降的趋势。从近三年的季度统计数据也可以看出,今年三季度出口金额的增幅已达到一个最低点。

工程机械进出口金额增幅季报情况一览 单位：%

	进 口			出 口		
	2006 年	2007 年	2008 年	2006 年	2007 年	2008 年
1 季度	60%	21.6%	20.2%	81%	60.8%	73.7%
2 季度	21%	24.3%	27.1%	71.3%	73.3%	71.1%
3 季度	21.8%	32.1%	26.2%	72.3%	78.4%	60.4%
4 季度	18.8%	25.4%		61.1%	78.6%	

2008 年 9 月工程机械产品进出口分类汇总表 金额单位：万美元

产品名称	单位	累计进口				累计出口			
		数量	增长%	金额	增长%	数量	增长%	金额	增长%
履带式挖掘机	台	26956	7.4	127774	28.5	6555	11.1	48692	41.7
轮胎式挖掘机	台	385	-11.9	1979	-4.3	353	30.3	2433	67.7
其他挖掘机	台	2	-60	85	-37.3	160	32.2	890	-10.9
装载机	台	389	9	4685	20.9	22297	32.1	77754	73.2
大功率推土机	台	38	-5	1458	-40.3	234	-29.9	3443	-15.2
其他推土机	台	582	32.6	3358	43.1	3154	75.3	28678	113.1
筑路机及平地机	台	26	-7.1	622	-46.5	4941	25.6	32187	89.7
铲运机	台	108	66.2	3849	76.3	185	-42.7	831	120
压路机	台	411	1.5	1435	-36.7	5721	42.5	21968	73.2
其他压实机械	台	15	-46.4	1029	1411.9	22264	10.2	1609	29.9
摊铺机	台	173	43	3208	49.1	423	99.5	3854	105.4
沥青搅拌设备	台	44	109.5	710	23.5	619	35.2	10521	108.3
全路面起重机	辆	22	0	4371	9.6	5	150	467	129
其他汽车起重机	辆	4	-55.6	101	-25.8	4208	75.8	67644	97.4
履带式起重机	台	103	139.5	11602	40.1	996	202.7	33225	211.5
堆垛机	台	196	7.1	2085	-7.5	191	-13.2	226	42.5
电动叉车	台	5351	-1.3	8246	7.3	16388	29.2	11258	43.3
内燃叉车	台	2771	0.1	13485	13.5	31302	44.2	44665	58.3
集装箱叉车	台	67	-51.1	913	-57	80	0	1918	41.4
手动搬运车	台	2388	-30.7	2700	45.8	1297798	6.8	24536	31.3
牵引车	台	1381	-55.5	2301	88.8	29171	46.2	2718	219.2
凿岩机	台	138	5.3	13451	-24.9	22644	10.7	4894	63.2
手提风动工具	台	392465	15.1	5551	35.8	1100891	-32.9	16930	-0.4
打桩机	台	56	-41.1	2705	139.7	17480	125.9	12110	118.4
混凝土泵	台	265	-58.8	563	-36.3	1736	21.1	8670	42.2

混凝土搅拌机械	台	1643	-23.2	8305	69.9	501270	72.3	27451	133.9
混凝土搅拌车	辆	1	-96.8	5	-97.6	2551	41.6	14605	62.1
电梯及扶梯	台	1524	-20.1	11665	-8.8	31809	38.3	92802	49.7
其他工程车辆	辆	99	106.3	4389	97.2	92	12.2	862	-8.9
其他	台	3443	22.3	12985	-30.6	725028	-0.1	40807	50.4
零部件	吨			188682	41.7	1817528	38.2	324340	66.5
合计				453322	24.6			1031512	67.5
未列名特殊用途	辆	145	64.8	6411	188.9	2986	33.8	26770	81.9

3、 细分产品市场

1) 挖掘机

挖掘机械行业属于高技术含量、高附加值的行业，目前国内的挖掘机械 90%以上的市场已被外资和进口产品垄断。外资企业有韩国斗山、现代，日本小松、日立、加藤、住友建机，其中斗山、现代：专业生产挖掘机，现在已经连续多年占据国内市场销量第一。同时这些外资企业已将产品扩大延伸至装载机、压路机、推土机、平地机、摊铺机等铲土运输机械、工程起重机械、机动工业车辆、压实及路面机械等其它工程机械行业。

2) 压实与路面机械

属于中上等技术含量的行业，徐工在低技术含量的静碾压路机有优势，高技术含量、高附加值的大吨位、液压振动压路机则基本上被外资企业如无锡英格索兰、天津戴那帕克等公司垄断，在国家重点建设项目及高速公路的施工现场，外资品牌的压路机是首选产品。

3) 混凝土及混凝土制品机械

属于中高等技术含量的行业，该行业目前基本上被民企和外企垄断，三一重工、中联重科在行业内中低技术水平的产品上有竞争优势，外资企业上海普茨迈斯特、上海施维英等企业在高施工要求、高标准、高技术含量方面占有绝对的竞争优势。

4) 工程起重机

属于中高等技术含量的行业。但一方面在行业占优势的轮胎式汽车起重机在国外已属于淘汰的产品，国外的工程起重机基本上已转变成全路面汽车起重机；目前徐工、中联在行业有优势，美国特雷克斯集团与四川长江起重机厂成立合资企业，世界起重机巨头马尼托瓦克集团已在国内建厂，生产一流的全路面汽车起重机，北京起重机厂已和日本多田野合资，生产世界先进的汽车起重机。

(二) 09 年工程机械机遇大于挑战

与工程机械相关的基建项目主要是道路、铁路、城市公交、水利、水运、航空等 6 方面的投资。其中，直接带动工程机械采购的是房地产、采矿业、基建三项投资；而与工程机械相关的基建项目主要是道路、铁路、城市公交、水利、水运、航空。专家预测，国内每年的总投资额大约为 1.3 万亿，08 年增量大约为 1600

亿，而 09 年房地产、基建、采矿 3 大类投资贡献增量占比分别为 53%、35%、13%，从而带动的工程机械国内总需求(含进口)约为 1119 亿，增速为-9.9%。

铁路投资是带动增长最大的一项，相当于水利、城市公交和道路投资的两倍。采矿业除石油天然气开采投资，其他几部分的投资总额在 3000 亿左右。其中，整体增速以煤炭投资增量最大。房地产投资方面，扣除土地购置费后，每年的总额为 2 万亿左右，08 年的增量是 5900 亿。

8 月，房地产投资增速虽有下滑，但采矿业和基建投资增速仍然坚挺。新开工计划投资额增长由负转正，新开工和施工项目个数增速大幅反弹，环比增速高达 28.8%和 16.5%。建筑业投资累计增速也再次转正，主要工程机械产品的销量增速有回升迹象。水泥产量增速整体虽继续回落，但已经有 15 个省的水泥增速开始回升。

综合种种迹象，3 大类投资将带动工程机械需求固定资产投资，故此，09 年，中国工程机械行业必是机遇大于风险。以 06-07 年为例，工程机械在此 3 方面的需求都向好，因此，需求的重叠造就了工程机械行业的一轮需求火爆。09 年，3 个方面的需求方向不一，房地产方面的需求增速整体应是继续回落的，采矿业需求景气也不如 08 年，但基建方面需求受益于国家积极的财政政策，使得对工程机械产生积极的影响。

统计数据显示，在 08 年前 3 季度的增量中，与工程机械需求相关的投资，房地产贡献了其中的 65%，基建贡献 20%，采矿业贡献 15%。相对 07 年，采矿业贡献的大幅增加是最主要的差别，这也是 08 年伊始之后土方类设备、装载机、挖掘机、推土机销售高增的原因；基建的增量下降且有结构调整，增长已经由铁路投资带动为主，而非道路投资；房地产投资(扣除土地购置费)也有一定增量贡献，但中西部、东北地区已成为当仁不让的主角。

按照工程预算的惯例，施工机械使用费约占项目直接费的 9-20%，占总造价的 5.4%-14%，基建和房地产项目亦应遵循此规律。若这些设备全部为新购，根据目前主要设备 2-3 年的回收期，工程机械采购额应该是使用费的 2-3 倍，即工程机械采购额占总投资的 9%-28%左右，占建筑安装费的 18-40%。房地产投资数据(剔除土地购置及其他费用)相当于建筑安装费，预计对工程机械采购的带动率为 19%。基建(剔除电力热气水投资后的数据)预计带动率为 7.2%。

采矿业方面，新建矿投资的 70%是固定资产投资，其中的一半是设备投资，设备投资占新建矿投资的 35%左右。若考虑到新建矿投资占总投资的比例，以及工程机械占设备投资的比例问题，工程机械投入占采矿业总投资的比重肯定是在 10%以下的，预计为 9%。按照前面的假设，09 年基建方面投资将增长 20%，增量 2923 亿，提升 1318 亿；房地产投资增长 18%，增量 4286 亿，下降 1097 亿；采矿业投资分别增长 26%，增量为 1094 亿，下降 116 亿。

因此，09 年与工程机械需求直接相关的投资里，基建的贡献将大幅提升至 33%，房地产大幅下降至 54%，采矿业略降为 13%。

若现状与预测相符合，则 09 年基建、房地产、采矿业三大类投资带动的工程机械需求只有 1119 亿。若 08 年的工程机械行业国内需求(包含进口)的增速是 21.8%，国内行业销售(包含出口)增速是 38%，则 09 年国内需求(包含进口)增速将是-10%。但这也并不意味着国内厂商的内销会下降，因为进口需求可能会下降更快，2004-2005 年工程机械进口的增速分别为 2.3%和-15.9%。若 09 年进口负增长 15-20%，则厂商国内销售的降幅也只可能是 5.2-7.5%，这种降幅在 04-05 年也出现过。

出口方面。由于金融风暴的影响，09 年全球建筑业市场发展主要靠新兴经济体的增长，新兴地区建筑业投资增速将是 08 年的 78.7%左右，而中国整机产品出口的增速将保持在 64.5%左右的水平。中长期看，中东、东欧及拉美等地的区域规模都远大于中国市场，只要新兴市场开拓顺利，国内产品就有足够的增长空间。若按 50%出口占比测算全行业销售额将增长 23%，而按 25%-30%左右占比测算的增速将是 8%~10.8%。只有很少几种情况下才会出现整体负增长，且幅度不会超过 6%，而主要龙头公司的销售增速应该在 12.5~15%左右。

从国统局及海关的历史数据看，中国工程机械的出口高增始于 2004 年，近 5 年一直保持 50%以上的增长。估计 08 年底时总出口额将在 1000 亿人民币左右(包括零部件)，出口占工程机械全行业销售的比重也将超过 50%。

按整机产品数量统计的出口量占比要低于上述数据，但也已举足轻重。从出口量看，压路机、推土机、叉车、起重机的出口量占比都是超过 20%的。并且，几乎所有的主流产品的出口占比都是在提升的，08 年 6 月份相对 4 月份的占比都有 1-2 个百分点的提升。而推土机、压路机产品出口对增量的贡献已经超过 80%，起重机、叉车超过 35%。数据显示，压路机的出口增长甚至弥补了国内需求的下降。

主机产品中出口额最大的是装载机、汽车起重机、叉车。08 年前 7 个月，此三大产品的出口额都在 30 亿人民币以上，挖掘机、混凝土机械、塔吊的出口额也超过 20 亿。履带吊虽是很多国内企业刚做了数年的新产品，但出口额已经达到 17 个亿，增速高达 266.6%，国际需求相当旺盛。除了挖掘机以外，主流产品今年的销量增速都在 60%以上。

综合内需和出口的增长情况，我们认为 09 年国内工程机械行业销售额的增速可能在 23%左右。重点关注起重机行业的徐工科技、中联重科，以及三一重工。

(三) 行业重点公司研究

1、 徐工科技

1) 公司整体上市并无悬念

受金融危机影响，徐工集团注资一事推延至今，徐工科技注资一事已经正式公告了 5 个月，但是至今未见实质性进展。董事会公告的重组预案有效期为一年，公司重组没有任何悬念。

最早于 2008 年 6 月 20 日，徐工科技发出公告，拟通过定向增发收购徐工集团下属企业资产和股权，并已聘请中介机构进行尽职调查。公司拟以 16.47 元/股向徐工集团非公开发行约 3.40 亿股，购买徐工机械下属多家公司股权以及相关注册商标所有权，注入资产评估值 56 亿元。

根据定向增发预案，徐工科技确定拟收购徐州重型机械、徐工机械进出口公司、徐工专用车辆有限公司、徐工液压件有限公司、徐工随车起重机有限公司、徐工特种工程机械有限公司等企业股权，以及徐工集团试验研究中心等相关资产。

若上述增发方案顺利实施，上市公司徐工科技的母公司徐工机械下属主要盈利资产将进入上市公司，即相当于徐工集团整体上市。完成上述重组后徐工科技收入规模将超越中联重科、三一重工两大工程机械巨头，成为中国工程机械第一股。此后徐工科技于 9 月 25 日再次公布修改后的非公开发行草案。和此前的方案相比，增发价维持原先的每股 16.47 元，由于标的资产作价较之预案中的 56 亿元降低为 53.09 亿元，发行股份比预案降低 1800 万股。

根据公告资料,徐工机械作为上市公司的母公司,2007 年收入 118 亿元,净利润 10.32 亿元,净资产 34.19 亿元。目前上市公司徐工科技去年销售收入仅 32.66 亿元,约占徐工机械年销售收入的 1/4。而整个徐工集团 2007 年总收入约为 308 亿元,由此可见,该集团大批核心资产尚未上市。

作为此次收购的最核心资产,徐州重型机械 2007 年销售收入高达 108 亿元,为徐工集团贡献了超过 10 亿元利润。今年上半年,徐州重型机械继续保持高速增长,实现 87 亿元的销售收入和 9.3 亿元利润。

从总市值看,收购后徐工科技 2008 年将产生约 18 亿元利润,市值预计约 250 亿元,相当于再造了一个徐工科技。

2) 公司业绩预测

盈利预测综合值一览	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业总收入(百万元)	3,084.35	2,794.04	3,266.32	18,395.54	21,151.09	27,135.78
增长率(%)	-18.13	-9.41	16.90	463.19	14.98	28.29
归属母公司股东的净利润(百万元)	-129.08	5.52	24.72	1,159.55	1,391.35	1,827.08
增长率(%)	-449.05	104.28	347.83	4590.74	19.99	31.32
每股收益-摊薄(元)	-0.2400	0.0101	0.0454	2.1273	2.5525	3.3519
市盈率	--	1504.95	334.80	7.15	5.95	4.53
PEG ^[4]	--	14.43	0.96	0.00	0.30	0.14

考虑到公司完成资产重组后徐工重型成为公司的核心资产,今后 3 年有望继续保持 20%以上的成长性,我们给予徐工科技买入评级,目标价 20 元。

2、中联重科

公司 08 年前三季度实现营业收入 99.02 亿元。同比增长 60.4%;上半年归属于母公司所有者净利润 13.92 亿元,同比增长 53.6%。从公司的产品结构来看,起重机械和混凝土机械仍是主营收入的主要构成部分。房地产行业进入明显的下行周期,预计 09 年持续低迷,给公司混凝土机械销售带来负面影响。起重机产品 08 年销量增长明显,受下游行业影响,我们预计 09 年很难保持这种增速。

出口是工程机械行业未来增长的核心动力,中联重科连续 3 年出口增速在 100%以上,随着重工业逐渐向中国转移,我们认为中国工程机械企业强大的国际竞争力在未来的 5 年内将不可动摇。未来 5 年,中国的大多数工程机械产品均有非常好的出口增长空间,这也是中联重科增长的核心动力。考虑到公司在行业内的龙头地位,以及未来 3 年每年可保持 20%以上的增长,给予增持评级,目标价 18 元。

公司历史财务数据:

	2008 三季报	2008 中报	2008 一季报	2007 年报	2006 年报
每股收益-期末股本摊薄(元)	0.9153	0.5932	0.4807	1.7536	0.9515
净资产收益率-平均(%)	32.49	22.33	9.59	44.89	23.86
总资产净利率-平均(%)	10.79	8.17	3.81	19.15	10.14
销售毛利率(%)	28.34	29.81	32.3	28.63	26.74
销售净利率(%)	14.1	14.62	14.5	14.83	10.39
资产负债率(%)	69.96	66.42	61.85	56.04	56.17

营业利润同比增长率(%)	64.36	104.69	119.99	169.25	59.04
归属母公司净利润增长率(%)	53.6	74.93	72.83	176.43	55.38
营业总收入(元)	9,902,102,100	6,216,166,489	2,536,611,266	8,973,561,411	4,657,568,310
营业总成本(元)	8,405,160,980	5,169,054,540	2,068,536,641	7,628,039,697	4,150,776,663
营业收入(元)	9,902,102,100	6,216,166,489	2,536,611,266	8,973,561,411	4,657,568,310
营业利润(元)	1,502,196,045	1,050,062,076	469,336,360	1,358,011,493	504,375,917
利润总额(元)	1,532,226,302	1,078,306,797	463,744,543	1,364,324,161	485,364,955
净利润(元)	1,396,297,667	908,723,395	367,697,854	1,331,087,759	483,850,202
归属母公司股东的净利润(元)	1,392,175,152	902,248,391	365,563,252	1,333,586,393	482,427,440

公司业绩预测:

盈利预测综合值一览	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业总收入(百万元)	3,278.89	4,657.57	8,973.56	12,630.19	16,408.99	20,321.08
增长率(%)	-3.00	42.05	92.67	40.75	29.92	23.84
归属母公司股东的净利润(百万元)	310.48	482.43	1,333.59	1,741.25	2,193.91	2,629.45
增长率(%)	-18.90	55.38	176.43	30.57	26.00	19.85
每股收益-摊薄(元)	0.6124	0.9515	1.7536	1.1448	1.4424	1.7288
市盈率	18.79	12.10	6.56	10.05	7.98	6.66
PEG ^[4]	-0.99	0.22	0.04	0.33	0.31	0.34

六、 快速扩张的行业龙头一方圆支撑

1、 公司订单饱满，销售势头良好

公司在年初根据订单意向安排生产，08 年订单饱满，延续供不应求的销售势头。

2、 钢材涨价对公司有较大影响，公司主要通过生产管理抵御成本上升因素

公司主要原材料环形钢胚占总成本 67%左右，价格从 06 年的 5741/吨上升到目前的 8300/吨，提高了 45%左右，但公司毛利维持在 40%左右，未出现较大波动，主要原因在于两点：

- 1) 公司产能扩大，降低了制造费用
- 2) 公司通过更科学的生产管理，将原材料的利用率从55%提高到70%左右，降低了损耗。

3、 公司出口产品全部为人民币结算，不受汇率影响

公司出口产品大部分为不通过代理商的自主销售，且均为人民币结算，回避了汇率风险。公司在出口方面处于强势地位的主要原因是产品价格低，为国外同样产品的 1/3 左右。

4、 目前已有生产线及在建生产线产能

目前公司主要有 60300 套生产线、3 万套精密级生产线、1700 套大型生产线、2 万套小型和 2 万套太阳

能生产线 5 个项目。其中 60300 套项目中有 300 套为大型项目，和 1700 套大型生产线总计产能为 2000 套大型产品，3 万套精密级生产线为中小圈产品。

生产线	08 年产量	09 年产量	10 年产量
60000 套技改项目	41000	60000	60000
30000 套精密级		15000	30000
20000 套小型	20000	50000	25000
20000 套太阳能			25000
2000 套大型	500	1000	2000
总计	61500	126000	132000

5、 回转支承行业处于快速发展过程

根据我们了解，回转支承处于快速发展过程，全行业的日子都非常好过，对于方圆支撑来说产品始终处于供不应求状态，只要扩大产能，产品不愁销路，因此我们认为公司在 09 年还会继续增加新的产能扩大计划，对公司不利的因素是目前土地已经用完，继续扩大产能需重新购买土地。

与行业的普遍看法不同，公司董秘介绍，回转支承产品毛利最大的是小圈和大圈产品，小圈产品制造费用低，大圈产品售价高；中圈产品毛利低。毛利高低与精密程度并无关系。

我们认为公司未来两年的发展重点并不在风电产品，风电产品售价固然高，但对产品要求也高，同时买家付款条件也较为苛刻，公司生产风电设备所需回转支承需要冒一定风险。在全行业供不应求、国外市场迅速扩大的情况下，公司最现实的发展策略是尽快扩充普通回转支承的产能（尤其是太阳能发电等国外急需产品），赚取最大、最无风险的收益。

6、 盈利预测及投资评级

根据公司 07 年年报，08 年销售目标为小圈 3 万套，中圈 3.1 万套，大圈 500 套。小圈价格为 3000-4000 元/套，中圈为 7000 元/套左右，大圈为 10 万-30 万元/套之间。预计公司 08 年销售收入为 4.4 亿元，净利润 1.1 亿元，每股收益 0.58 元。预计 09 年公司总收入可比 08 年增长一倍以上，达到 9 亿元，每股收益达到 1.2 元。

我们认为方圆支撑所处回转支承行业为一个快速膨胀的行业，目前国内回转支承产能尚不能满足内需，距进口替代、出口国外的市场规模尚有几倍的距离，方圆支撑为龙头企业，是行业快速发展最大的受益者，在现有生产技术水平下，简单扩充产能便可获得快速发展，预计在未来三年内，每年可保持 60%-100%以上的增长速度。给予公司买入评级，目标价 15 元。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。