

工程机械行业

紧跟政策、波段操作

——2009 年工程机械行业投资策略报告

2008 年 1 月 19 日

行业评级

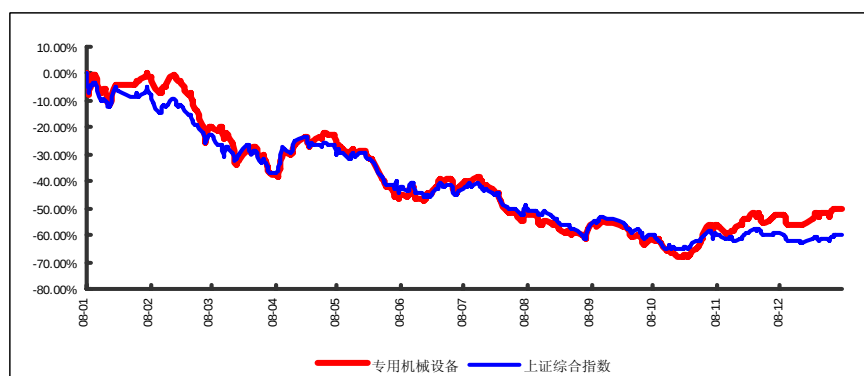
优于大势

研究员：吴文钊

wuwenzhao@cnht.com.cn

021-68405536

行业指数走势图



要点提示

- 2008 年是工程机械行业快速向下调整的一年，主要产品销量增速无一例外呈明显下滑趋势，装载机、挖掘机等产品销量下滑幅度还较为惊人。出口增速虽然同样快速下滑，但仍维持在较高水平，显示出我国产品竞争力仍在，出口依然大有可为。
- 由于受销量增速下滑以及 08 年上半年原材料价格大幅上涨的双重打击，企业盈利能力的下滑更加令人担忧。尽管钢材等原材料价格的下跌最终将在一定程度上减轻企业的成本压力，但在需求大幅下滑的背景下，09 年工程机械制造企业盈利能力的改善程度可能较为有限。
- 国务院的 4 万亿投资计划对工程机械行业可谓“雪中送炭”，大规模基础设施建设可有效对冲房地产业投资快速下滑等不利因素带来的负面影响，有力拉动需求回升。初步预计，09 年行业产值增速将为 5-10% 左右，当前经济环境下，这一增速已经难能可贵。
- 工程机械产品众多，2009 年不同产品市场表现将千差万别。我们最为看好的是旋挖钻机和推土机；挖掘机也较为看好，原因在于国产品牌挖掘机的市场份额将持续上升；较不看好的是混凝土机械和装载机。
- 若目前已有的政策还达不到预期效果，国家还将出台后续的经济刺激政策，直接受益的工程机械板块将成为市场反复炒作的热点之一，值得投资者持续关注。建议投资者紧跟政策脚步，选择受益政策较大的品种进行波段操作。09 年我们重点推荐三一重工（600031）、中联重科（000157）和山推股份（000680）。

联系人：吴兴华

电话：021-68405071

地址：上海市浦东新区松林路
357 号通茂大厦 19 楼

目录

一、回顾 2008：行业“冬天”来临.....	3
1、销量增速大幅下滑.....	3
2、出口形势相对乐观.....	4
3、企业盈利状况堪忧.....	5
二、展望 2009：4 万亿投资带来局部性投资机会	7
1、4 万亿投资可使行业保持低速增长	7
2、不同产品冷暖不均.....	9
（1）旋挖钻机最能受益铁路建设大发展	9
（2）装载机需求难以大幅增长	9
（3）国内品牌挖掘机市场份额将上升	10
（4）推土机将明显受益大规模基建	11
（5）混凝土机械有可能负增长	12
三、投资策略：紧跟政策、波段操作	13

一、回顾 2008：行业“冬天”来临

1、销量增速大幅下滑

2008 年是工程机械行业快速向下调整的一年。从截止 2008 年 11 月的统计数据来看，工程机械主要产品销量增速无一例外呈明显下滑趋势。部分产品销量下滑幅度还较为惊人，其中装载机销量增速从 8 月份开始已连续 4 月负增长，11 月份单月销量同比增速为-48.1%，下滑幅度远超市场预期；挖掘机销量增速也已连续两月负增长，11 月单月销量增速为-37.1%；推土机的销量增长相对较为稳定，截止 11 月其累计销量增速仍达 22.1%，位居工程机械各主要产品销量增速之首，不过从单月销量来看，11 月其销量增速也已滑落至-19.2%。由此可见，工程机械行业面临的需求形势严峻程度非同一般。

图 1 工程机械主要产品累计销量增速（%）

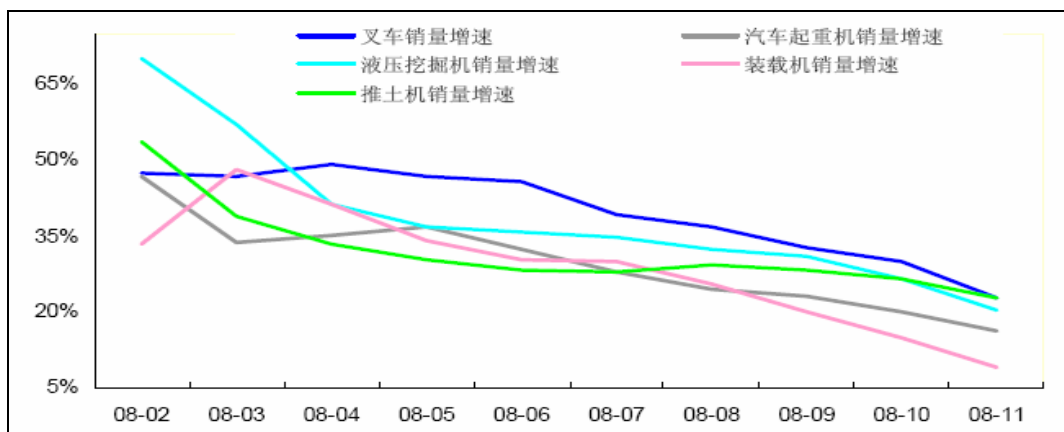
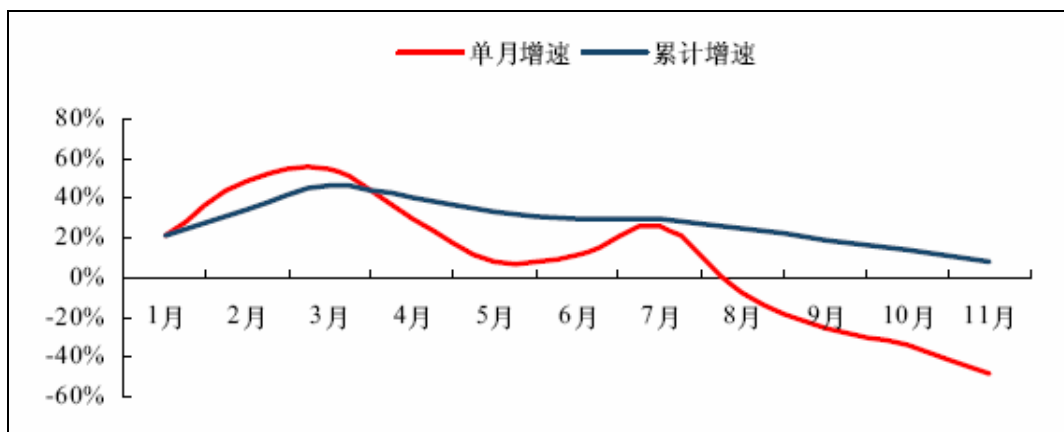


图 2 装载机月度销量及同比增速



资料来源：恒泰证券研发中心

图 3 挖掘机月度销量及同比增速

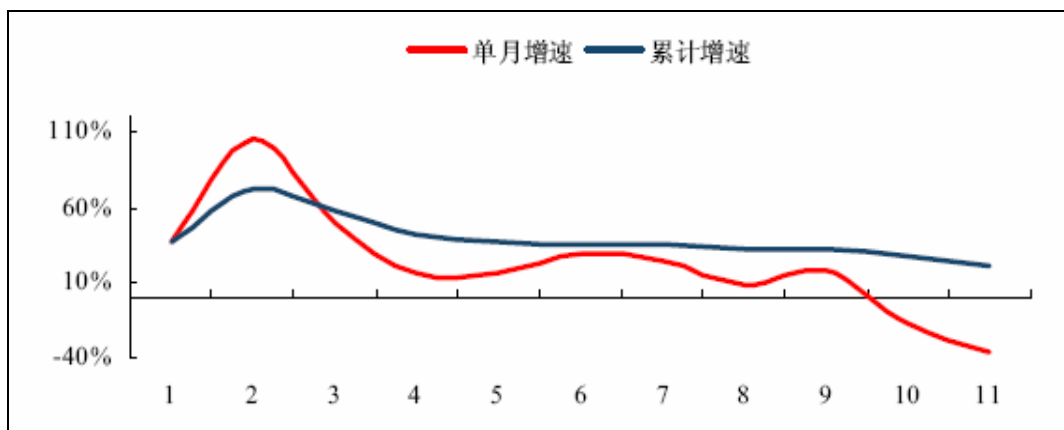
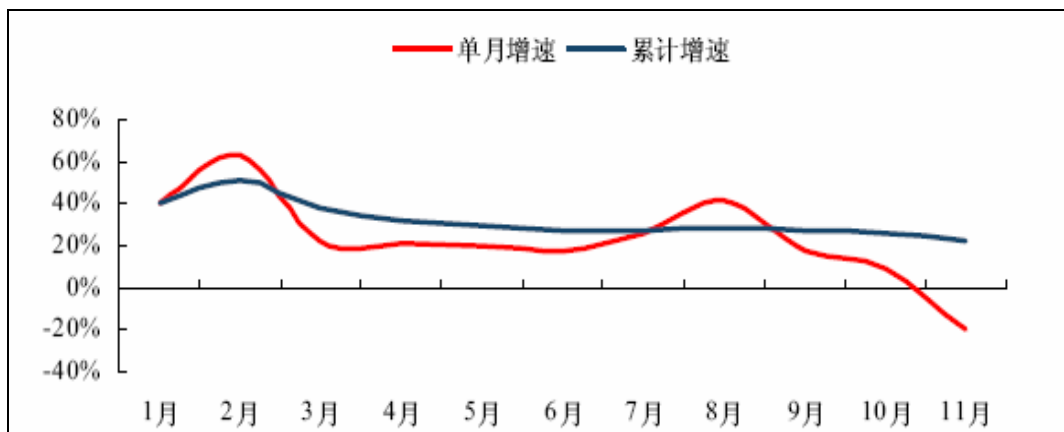


图 4 推土机月度销量及同比增速



资料来源：恒泰证券研发中心

2、出口形势相对乐观

愈演愈烈的美国次贷危机对世界大多数国家的经济造成了负面影响，我国工程机械产品出口也未能幸免。从今年二季度开始，工程机械主要产品的出口增速就出现了明显下滑。值得欣慰的是，主要产品的出口增速仍然维持在较高水平，相对于国内需求，出口市场仍可谨慎乐观。其中，装载机的单月出口增速虽然在 11 月出现了首次负增长，但累计销量增速仍然高达 79.5%；推土机的出口量则依然保持着正增长，11 月出口增速为 37.8%，累计出口增速则为 65.88%。由此可见，尽管面临诸多不利因素，但我国产品的固有优势仍在，而且在海外市场我国产品所占的市场份额普遍还很低，发展空间非常巨大，工程机械产品出口仍然大有可为。

图5 装载机出口量及同比增速

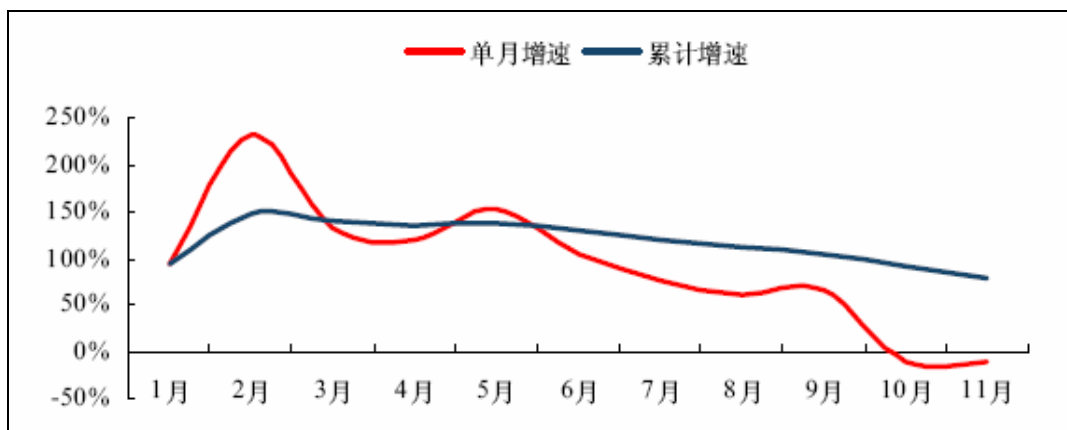
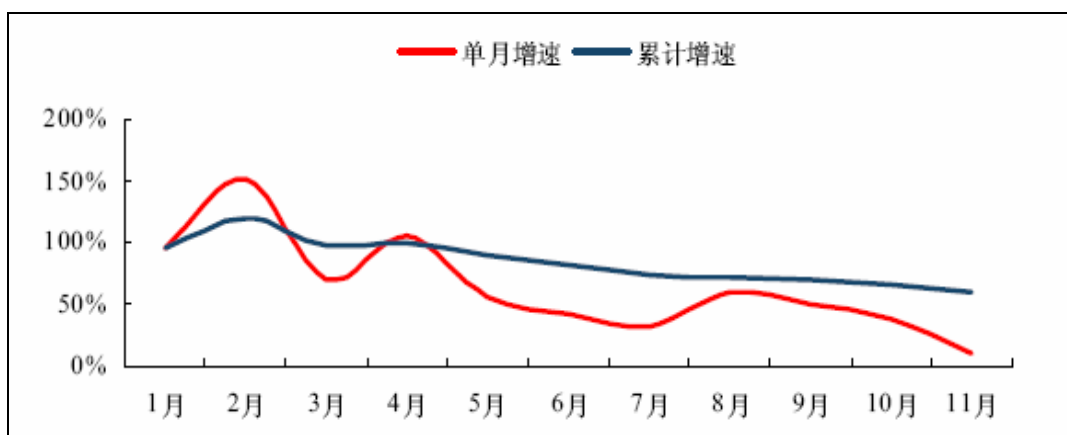


图6 推土机出口量及同比增速



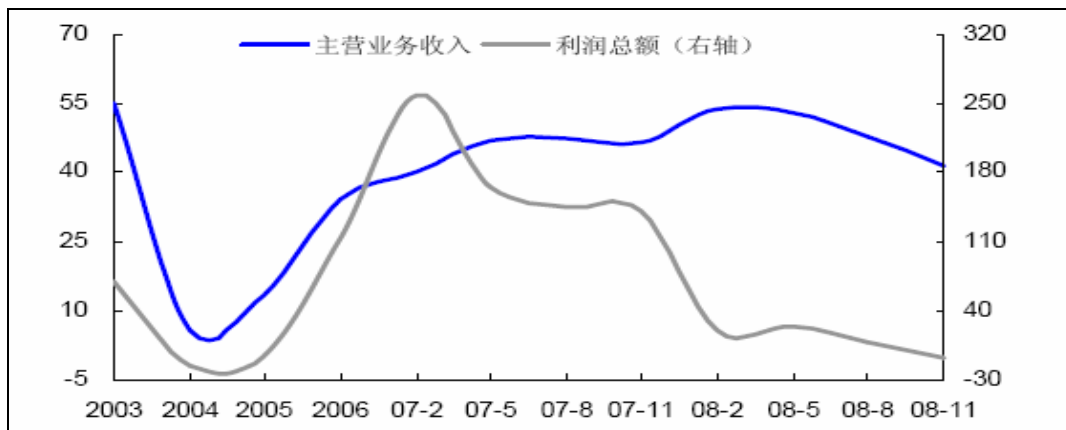
资料来源：恒泰证券研发中心

3、企业盈利状况堪忧

由于受到销量增速下滑以及 08 年上半年原材料价格大幅上涨的双重打击，工程机械企业的盈利能力面临空前挑战，行业也已出现增收不增利的罕见局面。1-11 月行业主营业务收入为 1956.7 亿元，同比增长 41.48%；同期利润总额为 133.5 亿元，同比则减少了 7.64%。，这种情况在 2006 年以来尚属首次。从行业主要上市公司的毛利率变化情况来看，虽然钢材价格从 08 年 7 月份开始就已迅速回调，目前已回落 40%以上，但三季度大部分企业的毛利率仍继续下滑。我们认为，这固然与零部件的采购价格与钢价的涨跌之间存在明显的时滞有关，但由于需求下滑导致竞争加剧以至于企业获利空间缩小的因素也同样不可忽视。因此从整体来看，尽管钢材等原材料价格的下跌最终将在一定程度上减

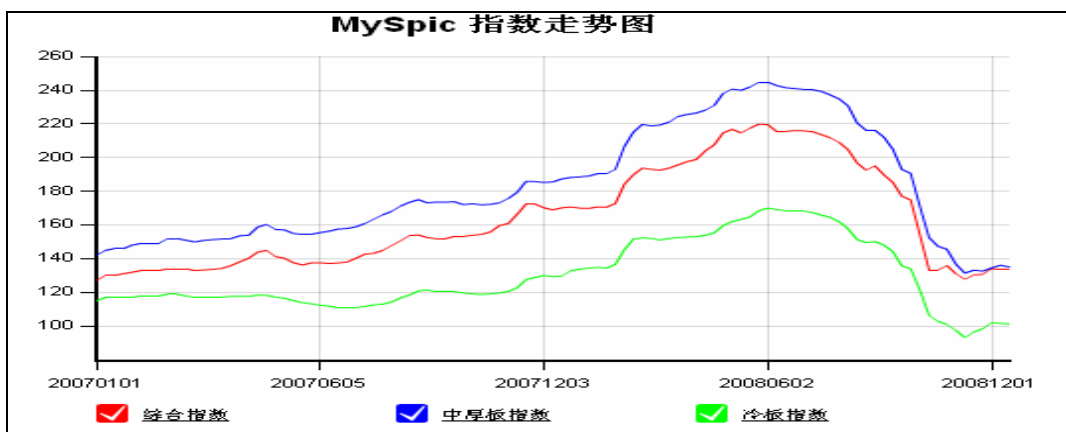
轻企业的成本压力，但在需求大幅下滑的背景下，我们仍不能对企业盈利能力的改善程度过于乐观。

图 7 行业收入及利润增长情况对比（累计）



资料来源：恒泰证券研发中心

图8 钢材价格指数走势图



资料来源：mysteel 网站

表1 行业主要上市公司毛利率变化

公司简称	2008Q1	2008Q2	2008Q3	三季度环比
三一重工	32.18	30.09	27.25	-2.84
中联重科	32.3	28.10	25.85	-2.25
柳工	17	17.23	14.16	-3.07
厦工股份	15.35	16.72	16.45	-0.27
山推股份	18.58	18.65	19.62	0.97
安徽合力	21.09	19.23	16.26	-2.97
常林股份	10.83	9.01	6.79	-2.22
山河智能	26.05	28.56	25.54	-3.02

资料来源：恒泰证券研发中心

二、展望 2009：4 万亿投资带来局部性投资机会

1、4 万亿投资可使行业保持低速增长

工程机械行业的下游需求主要来自基础设施建设、房地产以及采矿业等三大领域，其中基建和房地产业的影响最大。今年下半年开始，房地产行业投资增速开始快速回落，我们初步预测 2009 年这一增速将接近于零增长。采矿业的投资增速也在 9 月份开始高位回落，目前已下滑至 20% 左右，我们初步预测 09 年这一投资增速将下降到 10% 左右。而在国务院出台政策之前，今年以来基建投资的增速并不快。由此可见，拉动工程机械内需的三大领域投资均面临增长乏力的不利局面，加上全球性经济衰退导致出口增速也快速回落，工程机械行业正面临内外交困的严重困境，这也是 08 年下半年开始行业景气快速下滑的直接原因。

图 9 房地产行业投资增速快速回落

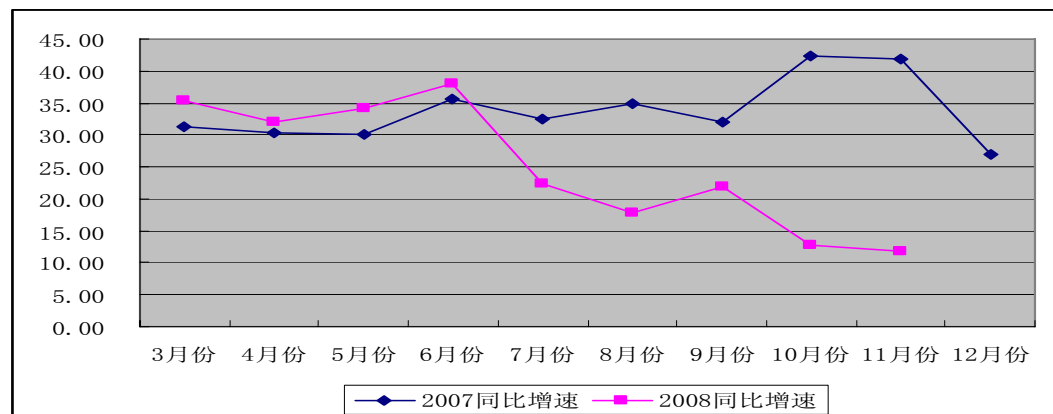
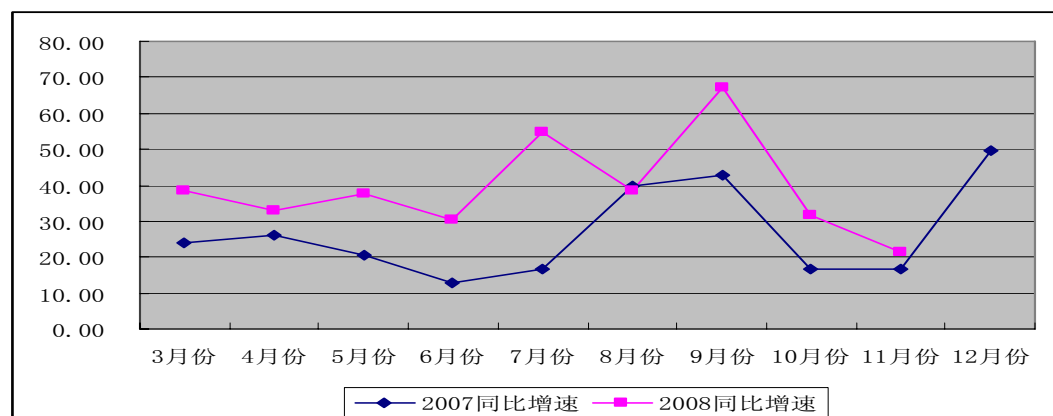


图 10 采矿业投资增速暂时保持上升趋势



资料来源：wind

在这种情况下，国务院出台的 4 万亿投资计划正可谓是“雪中送炭”。本次出台的政策中力度最大的即是基础设施建设，我们预计在共约 4 万亿的投资规模中，铁路、公路、机场等重大基础设施建设合计投资额将超 3 万亿，其中未来两年铁路投资约 1.6 万亿元、公路投资 1.8 万亿元。如此大规模的基础设施建设将有力拉动工程机械行业的内部需求，从而有效对冲房地产以及采矿行业投资快速回落等不利因素对销量增长的不利影响。我们预计，2009 年仅铁路、道路、航空等三大领域的投资额就将达 14800 亿元。若按照工程机械采购额占基建总投资约 5% 的比例估算，这三项基建项目拉动的工程机械产值即可达 740 亿元，约占 08 年全行业产值的 35% 左右。综合对 09 年房地产业、采矿业投资增长情况的判断，我们初步预测，2009 年工程机械行业产值增速将为 5-10% 左右。尽管这一增速较近几年“逊色”许多，但我们想强调的是，在国内经济面临巨大下滑压力，众多行业 2009 年将直面负增长的背景下，工程机械行业还能保持稳定增长已经难能可贵。

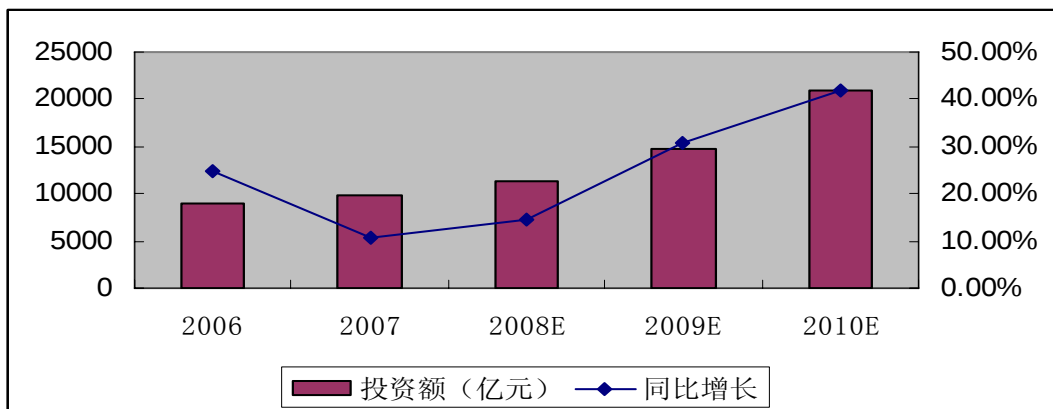
由于中央在 08 年四季度先行安排的 1000 亿元资金已经基本完成投资计划，按照 1-2 个季度的时滞，乐观估计二季度开始国家大规模投资计划对工程机械需求的拉动作用即可显现，但由于 08 年二季度基数仍然较高，因此行业销量增速由负转正可能要到下半年，全年销量将呈“前低后高”格局。

表 2 近 5 年铁路、道路、航空业固定资产投资额及预测（亿元）

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
铁路	1966.5	2365	3500	6000	10000
道路	6481.6	6902	7300	8000	10000
航空	463.1	593	500	800	1000
合计	8911	9860	11300	14800	21000

资料来源：国家统计局、恒泰证券研发中心

图 11 铁路、道路、航空业三大领域投资额合计及同比增长



资料来源：国家统计局

2、不同产品冷暖不均

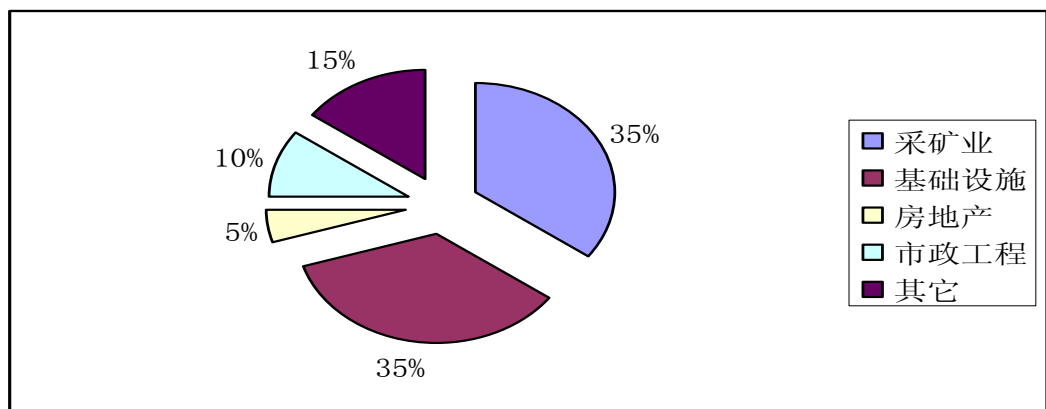
工程机械行业包含产品种类众多，并非所有的产品都能受益于国家的大规模投资政策从而保持稳定增长，各细分产品受益的程度也有所不同，因此 2009 年工程机械行业不同产品的销量表现必将明显分化。以下就对行业主要产品的 2009 年形势做逐一分析：

(1) 旋挖钻机最能受益铁路建设大发展。旋挖钻机主要用于建筑工程的桩基础施工。一般的小型建筑工程的基础桩直径不大(一般小于 0.5 米)，可先在地面上预制，再由打桩机或压桩机打入或压入。而对于大型建筑工程尤其是铁路桥梁施工来说，其基础桩直径较大，打桩机或压桩机一般难以完成作业，这时便需要旋挖钻机先进行打孔而后才能灌桩。旋挖钻机在国外已较为普及，但国内大量使用却始于前几年的青藏铁路建设，在国内旋挖钻机制造尚属新兴行业，产品供不应求。按照国家的 4 万亿投资计划，未来两年铁路建设的投资将成倍增长，预计旋挖钻机的销量增速将保持在 50% 以上。目前 A 股上市公司中，三一重工和山河智能等企业有旋挖钻机制造业务，我们重点看好在产品品质 and 市场份额上处于领先地位的三一重工。

(2) 装载机需求难以大幅增长。装载机的应用范围较为广泛，占其需求来源最大的两大领域是采矿业和基础设施建设，占比均

为 35%左右。由于预测 2009 年采矿业投资将大幅下滑，而除基础设施建设外，其它下游行业投资难以大幅增长，因此我们认为 09 年装载机需求难有超预期的表现，预测其全年销量增速在 5%以内。另外，由于装载机市场进入门槛较低，行业竞争非常激烈，产品盈利水平在工程机械各子行业中也排名最低，我们预测主营装载机的企业 2009 年将面临更为激烈的价格战，其盈利水平将进一步降低，因此我们较不看好以装载机为主业的柳工（000528）和厦工（600815）

图 12 装载机需求的下游来源

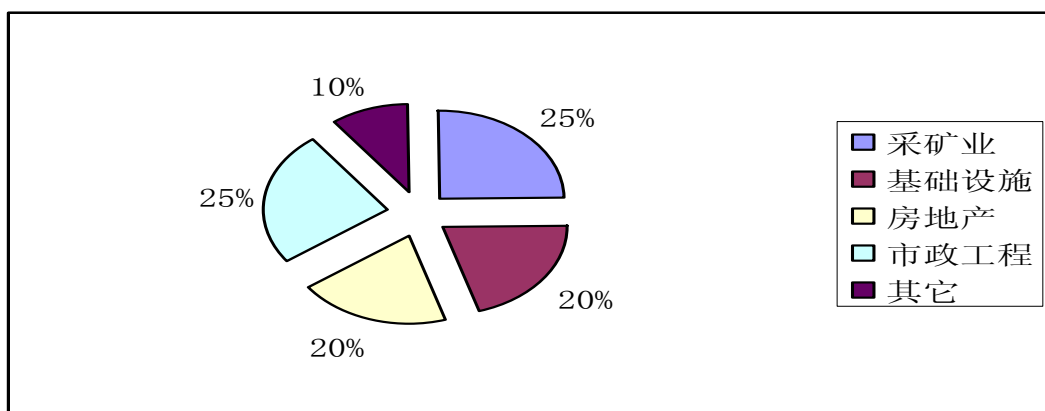


资料来源：恒泰证券研发中心

（3）国内品牌挖掘机市场份额将上升。与装载机类似，挖掘机的下游需求构成也较为分散，其在采矿业、基础设施建设、房地产开发以及市政工程中都有广泛应用。由于预测采矿业及房地产业投资均将大幅下滑，而挖掘机在基建领域的使用占比只有 20%左右，所以我们认为 2009 年挖掘机市场需求将出现一定程度下滑。尽管如此，我们看好国内挖掘机品牌对进口品牌或合资品牌的替代作用。国内挖掘机市场长期以来被进口或合资品牌所垄断，但近几年来，国内挖掘机品牌进步神速，市场份额节节上升。由于我国企业在其它工程机械领域均已取得骄人的成就，不仅早已完成进口替代，部分产品更已在国际市场占据重要市场份额，因此我们有理由相信国内挖掘机市场也终将被民族品牌所攻占。从这一角度出发，我们看好在国内挖掘机市场已取得近 4%市场份额

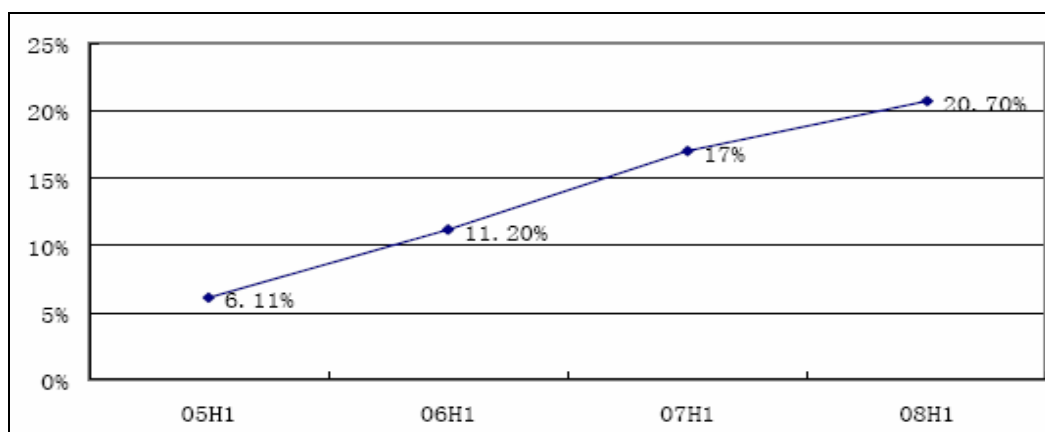
的三一重工（600031）。

图 13 挖掘机需求的下游来源



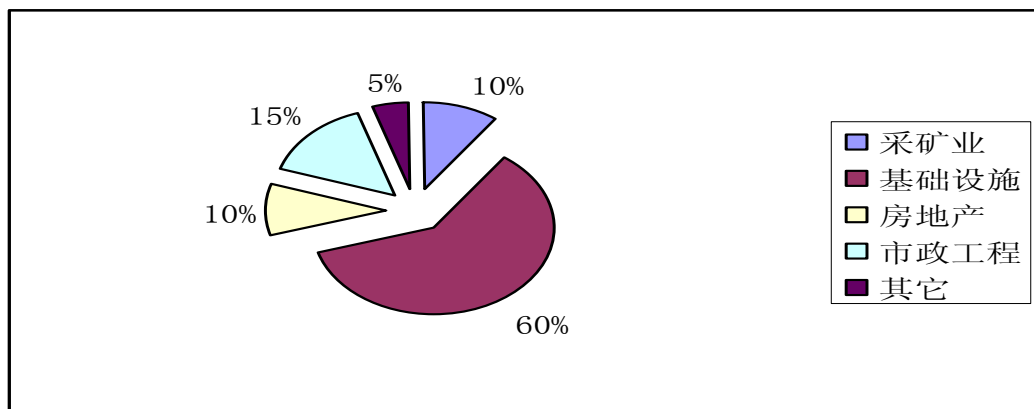
资料来源：恒泰证券研发中心

图 14 民族品牌挖掘机市场份额变换情况



（4）推土机将明显受益大规模基建。推土机主要应用于基础设施建设领域，占比达 60%，其在采矿业和房地产业的应用均较少，占比均只有 10% 左右。由此可见，推土机将最能从国家的大规模基础设施建设中获益，同时又不大会受到采矿业以及房地产业投资增速大幅下滑的影响，因此推土机的国内需求将保持稳定增长。另外，推土机行业虽然出口比例较高，但由于行业本身容量较小，需求较为稳定且全球范围内竞争者不多，而我国企业的优势又非常突出，因此我们认为推土机出口销量仍能保持较高增速。综合来看，2009 推土机销量增长将较为确定，我们看好占据国内市场半壁江山的行业龙头山推股份（000680）。

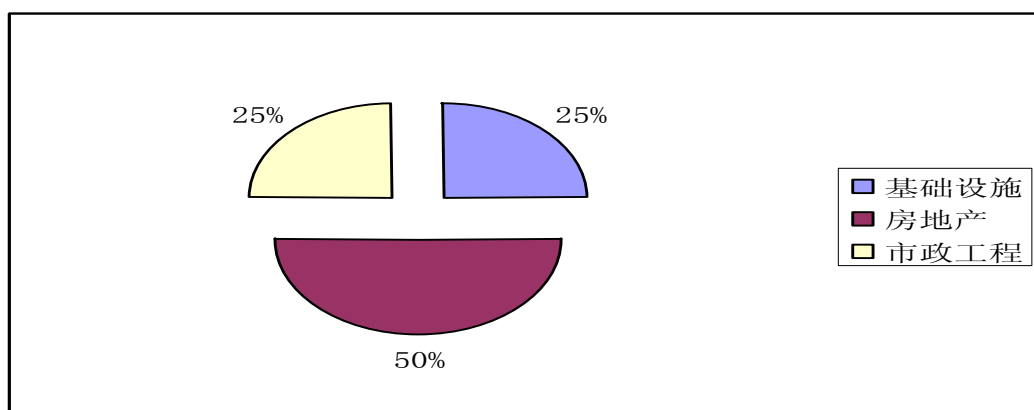
图 15 推土机需求的下游来源



资料来源：恒泰证券研发中心

(5) 混凝土机械有可能负增长。混凝土机械主要是指以散装水泥运输车、混凝土搅拌站、混凝土搅拌运输车、混凝土泵、混凝土泵车等为主的一条龙式的成套混凝土机械设备。其下游需求的一半来源于房地产开发领域，是工程机械主要产品中与房地产市场关联度最高的品种。由于预测房地产业投资将大幅下滑，我们认为 09 年混凝土机械销量很有可能负增长。相对乐观的是，国内混凝土机械市场基本为三一重工和中联重科所垄断，这两大企业合计占据 80%以上市场份额，竞争格局稳定且行业盈利水平较高，我们仍看好这两大企业的长期发展前景。

图 16 混凝土机械需求的下游来源



资料来源：恒泰证券研发中心

三、投资策略：紧跟政策、波段操作

综合以上分析，在国家的大规模投资计划拉动下，工程机械行业整体在 2009 年仍可保持低速增长，但不同产品由于应用范围以及行业竞争状况等的差别，09 年表现将各有千秋，其中我们最为看好的产品是旋挖钻机以及推土机，较不看好的是装载机和混凝土机械。当前，保持经济稳定增长已成为全国上下的首要任务，我们预计若目前已有的政策还达不到预期效果，国家还将出台后续的经济刺激政策，而大规模基础设施建设则无论对于中央还是地方政府，都是“保增长”的主要手段，直接受益的工程机械板块则将成为市场反复炒作的热点之一，值得投资者持续关注，我们给予行业“优于大势”评级。

由于我们认为 2009 年的股票市场并不具备成为大牛市的条件，市场投资机会仍将主要呈现波段性、主题性特征。因此，对于具体的投资策略，我们建议投资者选择受益政策较大的优质个股进行波段操作。就估值标准而言，历史上工程机械行业 PE 估值水平下限为 8-10 倍，我们认为 09 年行业的合理估值水平为 10-15 倍 PE。目前，行业估值水平已出现较大幅度上涨，行业主要上市公司平均市盈率已达 19.5 倍。我们建议投资者对整个板块保持持续关注，在股价回落到合理估值水平以下时逐步买入，在股价上升到合理估值上方时则可获利了结，如此反复操作。

个股方面，2009 年我们重点推荐以下两家公司：

1、三一重工（600031）：公司是综合竞争力最强的工程机械制造企业，所涉足的细分市场均位居行业前列，其中公司的混凝土机械业务占有国内市场 45% 左右的市场份额，将直接受益铁路建设大发展的旋挖钻机业务也居行业第一。公司控股股东三一集团曾承诺会将集团资产逐步注入到上市公司。目前，公司已开始着手收购集团的挖掘机资产，09 年将完成收购。此外，集团旗下还有汽车起重机、煤炭机械以及港口机械等资产，只要发展成熟，将来都将陆续注入到上市公司。

公司的旋挖钻机业务将显著受益铁路建设的大发展，09 年增长将在 50%以上，同时公司后续的资产注入还将显著改善公司业绩对混凝土机械的过度依赖，有助于提高公司抗风险能力。预计公司 2008 年、2009 年 EPS 分别为 0.85 元、1.35 元，对应 09 年 14 倍市盈率，给予“强买”评级。

2、中联重科 (000157): 公司已经完成对 CIFA 的收购，正式成为国内最大、世界第二的混凝土机械制造企业。公司业绩持续快速增长，08 年前 3 季度公司实现收入 9,902 百万元，同比增长 61.93%，公司主导产品混凝土机械、起重机械、环卫机械的销售收入增速都超过行业平均增速，其中混凝土机械增速明显高于国内主要竞争对手三一重工。此外，在巨大的成本上升压力面前，公司盈利能力仍能稳步提高，08 年前三季度公司主营业务毛利率为 28.34%，较上年同期的 27.68%略有增加。

虽然公司的混凝土机械业务会受到房地产市场调整的影响，大公司的其它业务仍能稳定增长。预计公司 2008、2009 年每股收益分别为 1.1 元、1.05 元，对应 09 年仅 13 倍市盈率，给予“强买”评级。

3、山推股份 (000680): 推土机产品的需求仅有 10%来自于房地产开发，而 60%则来自基建领域。这意味着房地产业投资的快速下滑对推土机的影响相对较小，同时由于国家 4 万亿投资计划的重中之重即为基础设施建设，推土机的需求增长将能从中直接受益。此外，推土机出口也是工程机械各品种中表现最为稳健的，11 月出口增速仍达 37.8%，我们预测推土机 09 年出口增速仍将在 20%以上。公司作为垄断国内市场的行业龙头，将成为行业稳步发展中最显著的受益企业。

预测 2009 年公司推土机销量将达 6000 台左右，内销和出口各约 3000 台。预计公司 2008、2009 年每股收益分别为 0.82 元、1.0 元，对应 09 年仅 10 倍市盈率，给予“强买”评级。

表 3 行业主要上市公司盈利预测、估值及投资评级

证券简称	最新股价	EPS-2008Q3	EPS-2008E	EPS-2009E	PE	PB	投资评级
三一重工	18.48	0.73	0.90	1.26	14.67	4.41	强买
中联重科	14.15	0.92	1.1	1.05	13.48	4.04	强买
山推股份	9.53	0.64	0.82	1	9.53	2.3	强买
柳工	11.72	0.82	0.9	0.85	13.79	1.91	买入
厦工股份	5.57	0.26	0.25	0.2	27.85	2.11	持有
常林股份	3.94	0.16	0.18	0.16	24.63	1.67	持有
安徽合力	8.77	0.51	0.6	0.5	17.54	1.36	持有
山河智能	12.84	0.31	0.4	0.36	35.67	3.21	持有
平均					19.52	2.63	

资料来源：恒泰证券研发中心

恒泰证券行业投资评级标准：

优于大势：预期未来 6 个月内行业整体市场表现优于同期上证指数/深圳成指；

同步大势：预期未来 6 个月内行业整体市场表现与同期上证指数/深圳成指同步；

落后大势：预期未来 6 个月内行业整体市场表现弱于同期上证指数/深圳成指；

恒泰证券股票投资评级标准：

强买：预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%—20%；

持有：预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%；

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%—20%；

卖出：预期未来 6 个月内下跌幅度在 20%以上。

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些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，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。我公司或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业务服务。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“恒泰证券有限公司”所有。