

建筑机械



吴华

行业研究员

021-38565924

wuhua@xyzq.com.cn

工程机械专题研究报告 II— 行业安全投资边际探讨

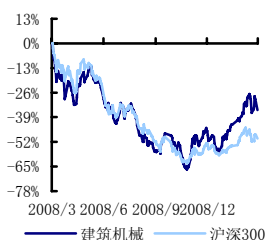
中性 (维持)

2009年3月10日

重点公司

重点公司	08E	09E	评级
三一重工	0.85	1.24	推荐
中联重科	1.11	1.17	推荐
徐工科技	1.55	1.40	推荐
山推股份	0.71	0.80	推荐
柳工	0.86	0.71	中性
厦工股份	0.29	0.32	中性
安徽合力	0.61	0.60	中性
山河智能	0.18	0.33	中性
方圆支承	0.51	0.65	推荐

行业走势



相关报告

《厦工股份(600815):调研信息速递》2009-3-5

《机械行业: 装备制造业调整振兴规划点评》2009-2-9

《工程机械:《重点旧机电进口管理办法》点评》2009-1-19

投资要点

- 由于 08 年市场的单边下跌和经济预期的低迷,加之 09 年对四万亿投资的憧憬,目前的市场估值体系已经比较混乱,我们希望通过与历史估值和国际估值做一次对比,来找出在市场中比较安全的投资边际。众所周知,工程机械行业是周期性行业,现金流和红利不是处于稳定增长状态,通过绝对估值体系较难把握,所以我们仍然选择 PE 和 PB 的相对估值,以及与标普建筑机械指数的动态估值比照,来确定行业最安全的投资边际。
- PE 估值: 无论从静态 PE 或者动态 PE 来看,目前工程机械行业主要上市公司对应的 PE 与全部 A 股或者沪深 300 指数比照的溢价率都在中枢之上。静态上,工程机械行业指数与全部 A 股的 PE 折价最低一般在 0.6 倍,动态上,五家核心公司与沪深 300 的最低溢价一般在 40%左右。若后期行业估值回归最低 PE 水平,我们将建议超配工程机械行业。
- PB 估值: PB 估值来看,完全体现了工程机械周期性行业的特点,一般情况下 PB 跌破中枢时候,行业指数进入缓跌探底时期,上穿中枢时候,行业指数进入大幅上涨时期,是减仓和加仓一个较好的判断指标。
- 国内外估值对比: 目前业内主要拿卡特彼勒、小松 80 年代后期的估值来对比,我们认为在逻辑上这样的对比毫无意义,因为国内工程机械处于成长期,而国外的工程机械主要厂商都处于成熟期,基本没有对比性。所以我们选取了标普建筑机械行业指数与国内五家核心公司(三一重工、中联重科、山推股份、柳工、安徽合力)构建的指数 7 年平均 PE、PB 做对比,得出国内核心公司指数对标普建筑机械指数的溢价倍数,乘以标普建筑机械指数 7 年的最低 PE 和 PB,得出国内五家核心公司指数的最低 PE、PB 值分别为 10 倍和 2 倍。(假设前提为标普建筑机械指数近期动态 PE、PB 不低于 7 年的 PE、PB 最低值)。
- 综合上述三种估值方法,我们可以得出,在行业低估期的安全投资边际应该为 PE10 倍, PB2 倍(我们这里未考虑市场对加大基建投资所带来行业好转预期的估值溢价)。

目 录

PE 估值	- 4 -
静态 PE 估值.....	- 4 -
动态 PE 估值.....	- 5 -
PB 估值	- 6 -
国际估值比较	- 8 -

图标目录

图 1: 工程机械 PE 和全部 A 股 PE 走势对比 (倍)	- 4 -
图 2: 工程机械 PE/全部 A 股 PE (倍)	- 4 -
图 3: 五大核心公司动态 PE 较之沪深 300 动态 PE 的折溢价率	- 6 -
图 4: 工程机械 PB 和全部 A 股 PB 走势对比 (倍)	- 6 -
图 5: 工程机械 PB/全部 A 股 PB (倍)	- 7 -
表 1: 工程机械行业安全边际推导	- 8 -

由于 08 年市场的单边下跌和经济预期的低迷，加之 09 年对四万亿投资的憧憬，目前的市场估值体系已经比较混乱，我们希望通过与历史估值和国际估值做一次对比，来找出在市场中比较安全的投资边际。众所周知，工程机械行业是周期性行业，现金流和红利不是处于稳定增长状态，通过绝对估值体系较难把握，所以我们仍然选择 PE 和 PB 的相对估值。

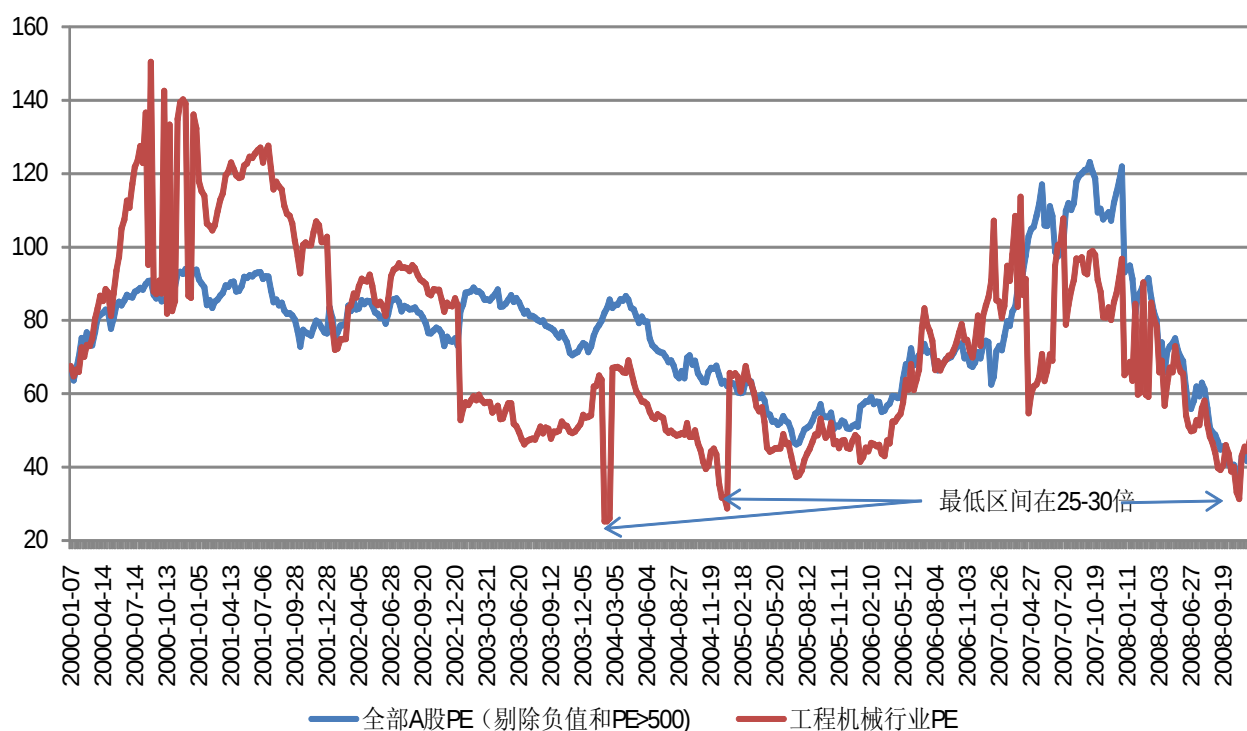
首先我们建立一个工程机械行业指数，样本包括三一重工、中联重科、徐工科技、柳工、山推股份、安徽合力、厦工股份、常林股份、星马汽车、山河智能、方圆支承、上海机电、河北宣工、鼎盛天工 14 家，按各自的股本组成工程机械行业指数，以此来代替整个工程机械行业，同时会选取全部 A 股做比照对象，考查 PE 和 PB 的关系。

PE 估值

我们选取了两种 PE 估值的方式来做对比，一种是静态 PE 估值，一种是经过平滑的动态 PE 估值。

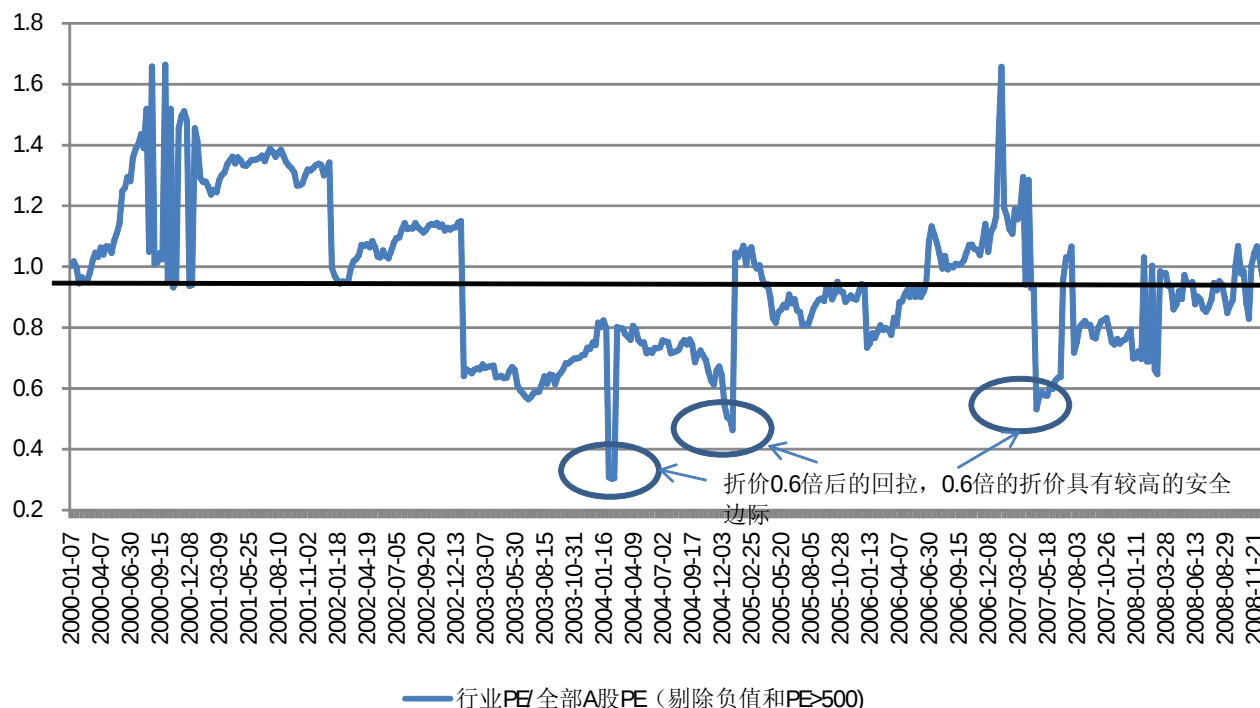
静态 PE 估值

图 1：工程机械 PE 和全部 A 股 PE 走势对比（倍）



资料来源：兴业研发中心

图 2：工程机械 PE/全部 A 股 PE（倍）



资料来源：兴业研发中心

由于工程机械主要企业在 2003 年之前业绩都不太好，三一重工都未上市，所以考查的时间区间选取在 2002 年以后。而从 2002 年后来，工程机械行业的 PE 最低在 25-30 倍附近，近期（11 月的第一周）行业 PE 下降到 33 倍，在刺激内需的政策下产生了一波大反弹，我们预计后期工程机械整体 PE 将再次回到 25 倍-30 倍之间。

而从工程机械 PE/全部 A 股 PE（剔除负值和 PE>500）的情况来看，每次跌破 0.6 倍（中枢 0.9 倍）就会发生一次反弹拉回 0.6 倍之上。由于明年 A 股大部分公司的业绩有可能出现下滑，但预计后期全部 A 股 PE（剔除负值和 PE>500）上升的速度要大于工程机械 PE 上升的速度，使得其比值趋于下降，同时各公司股价也有下行的可能，综合来看，我们认为工程机械 PE/全部 A 股 PE（剔除负值和 PE>500）的最低值应该在 0.6 倍，这也是从 PE 估值来看的安全边际。

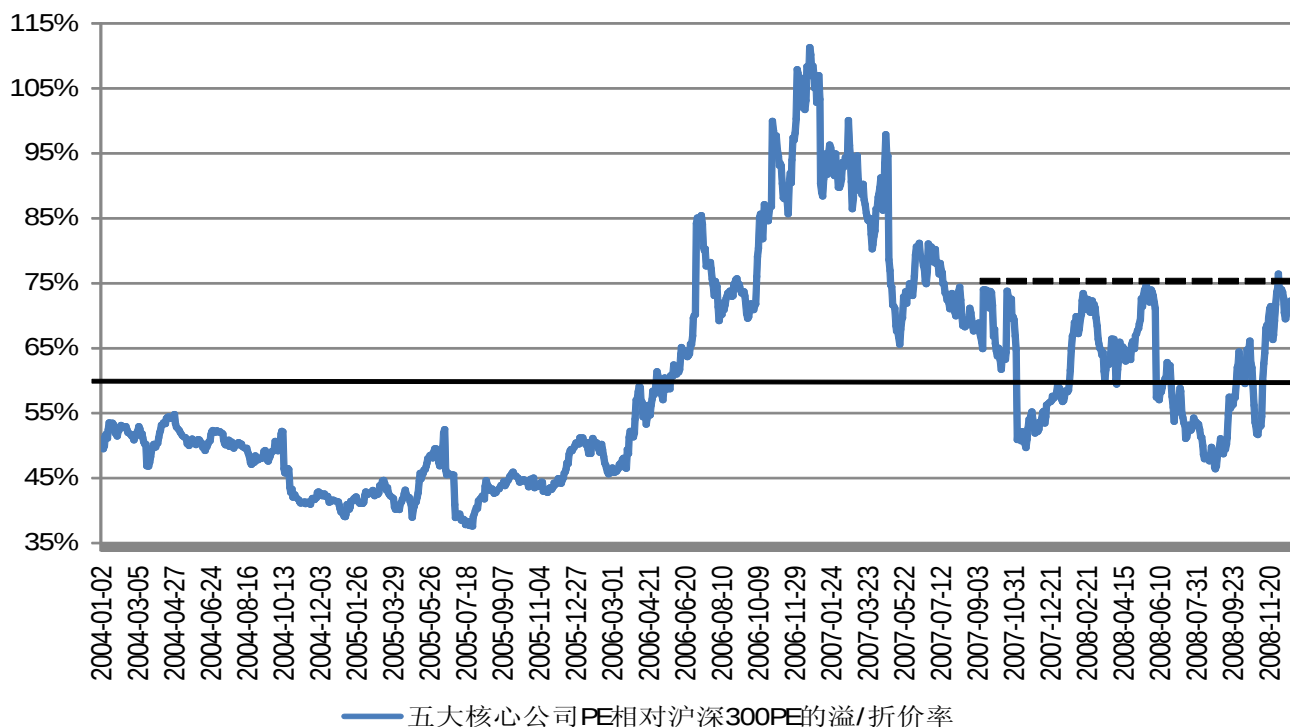
动态 PE 估值

从静态 PE 估值来看，有一个较大的缺陷，在年初都会出现一次较大的偏差，这也是股价和每股收益的不对称性造成的，所以我们采取动态 PE 的估值方法，将一年的净利润进行每日平滑，再用每日的股价去除得出平滑后的 PE，08 年按估计值计算。我们选取三一重工、中联重科、柳工、山推股份和安徽合力五家核心公司与沪深 300 指数进行对比。

从下图可以看出，五家公司对沪深 300 的溢价率中枢在 60%，而目前的溢价率在 75% 左右，参考上轮估值来看，其溢价率将要下破中枢回到 45% 的低位水平，

所以目前的溢价率仍然较高。

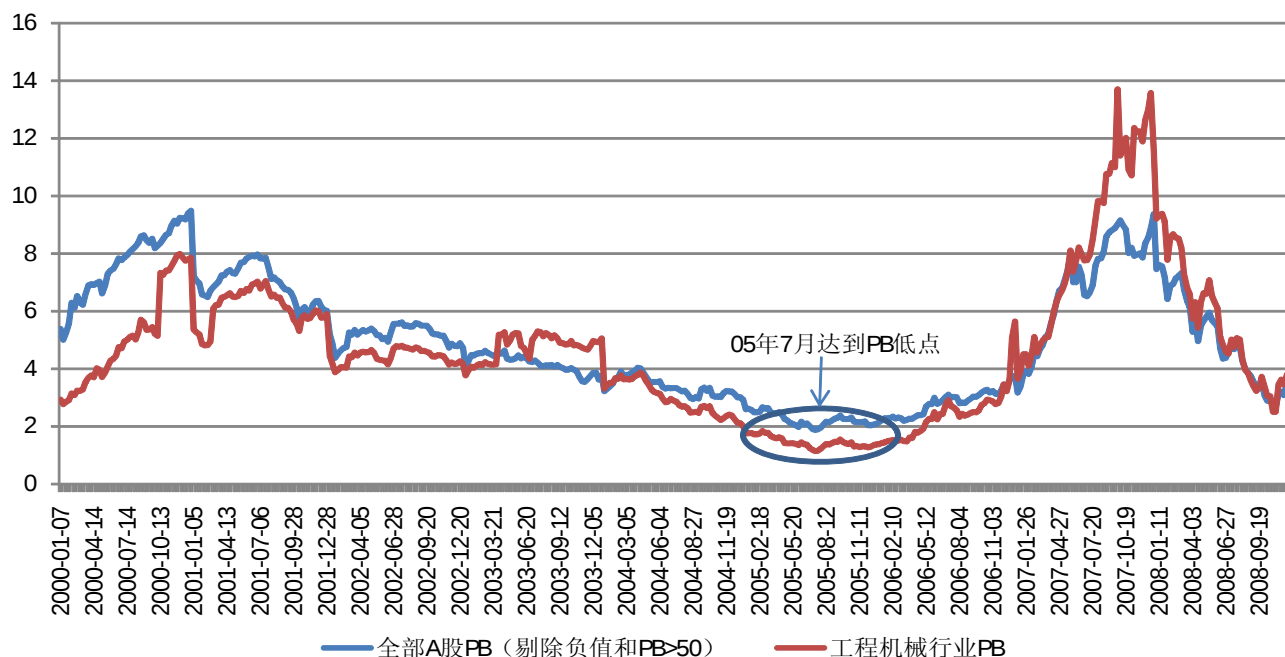
图 3: 五大核心公司动态 PE 较之沪深 300 动态 PE 的折溢价率



资料来源：兴业研发中心

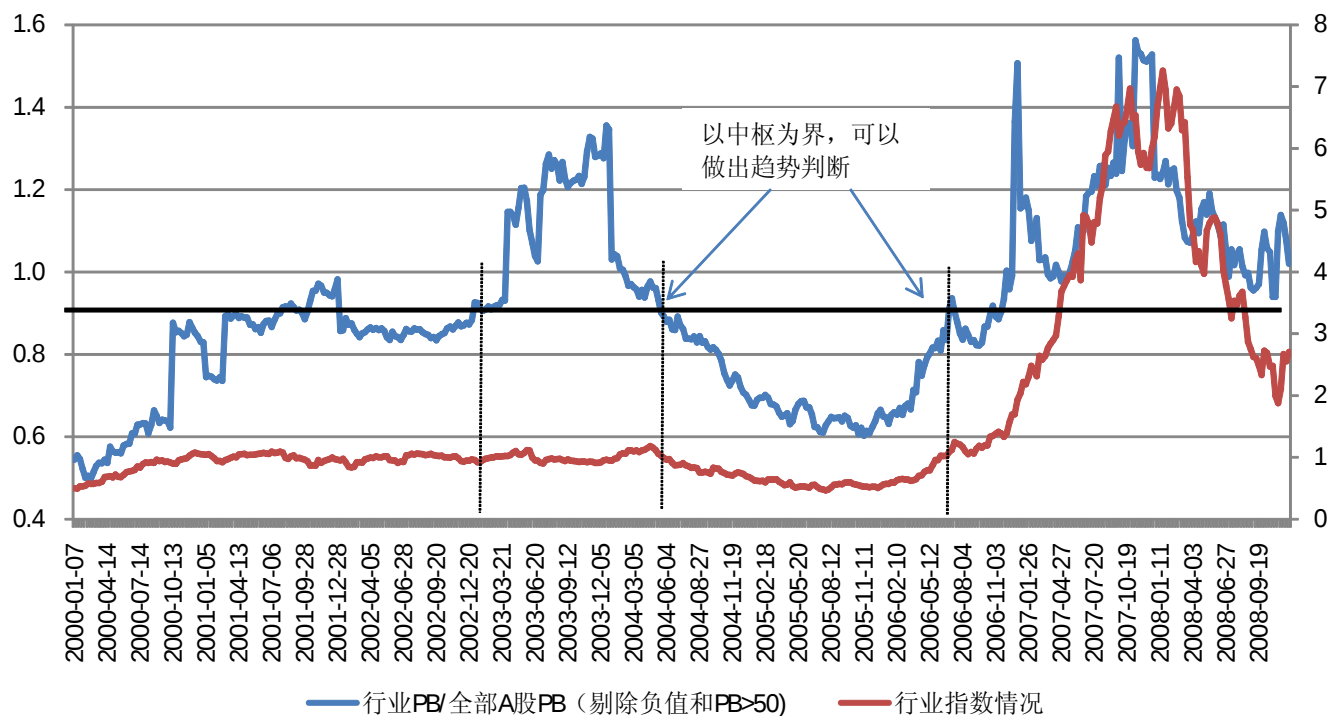
PB 估值

图 4: 工程机械 PB 和全部 A 股 PB 走势对比 (倍)



资料来源：兴业研发中心

图 5：工程机械 PB/全部 A 股 PB（倍）



资料来源：兴业研发中心

单从行业的 PB 和全部 A 股 PB (剔除负值和 PB>50) 来看, 在熊市中行业的 PB 低于全部 A 股 PB (剔除负值和 PB>50), 而在牛市中行业的 PB 会高于全部 A 股 PB (剔除负值和 PB>50), 充分显示了周期性行业的特性。而以中枢值为界, 若比值由上向下穿中枢的时候, 往往预示着行业缓慢探底的时候, 反之, 若比值由下向上穿中枢的时候往往预示着行业爆发向上的时候。

无论从历史 PB 还是从工程机械 PB/全部 A 股 PB (剔除负值和 PB>50) 来看, 历史 PB 的低点在 05 年 7 月中旬达到 1.15 附近, 且工程机械 PB/全部 A 股 PB (剔除负值和 PB>50) 的低点在 0.6 倍 (中枢 0.91 倍), 目前行业离前期低点还有一段距离, 行业的 PB 为 3.6 倍, 工程机械 PB/全部 A 股 PB (剔除负值和 PB>50) 在 1.05 倍附近。所以我们认为后期比值将下行至中枢之下, 开始行业的缓慢探底过程。

国际估值比较

我们选择卡特彼勒、特雷克斯、小松和日立建机四家公司作为比照对象, 但是由于数据的缺失, 我们不能很好的比较同环境下公司的发展情况, 比如卡特彼勒的黄金 20 年在二战之后, 小松的黄金 10 年在 60 年代-70 年代日本经济腾飞的时候, 而那时的数据可获得性较差, 残缺性较高, 目前这些公司都已经处于成熟期, 而国内企业都处于成长期, 对比口径不同会造成较大的差异。

我们选择对比标普 500 建筑机械指数 (样本 5 家公司) 和兴业工程机械核心公司指数 (三一重工、中联重科、柳工、山推股份和安徽合力 5 家) 七年 PE 和 PB 的平均值的折溢价情况, 再选择标普 500 建筑机械指数的七年最低值 (假设后期不创新低) 乘以平均折溢价率等于核心公司的安全边际。

表 1: 工程机械行业安全边际推导

	PS	PB	PE	EV/EBITDA (ttm)
小松	0.52	1.31	5.64	
日立建机	0.26	0.78	4.36	
现代	1.04	2.95	6.84	
特雷克斯	0.14	0.65	2.66	2.41
卡特彼勒	0.59	2.97	7.2	8.29
迪尔	0.69	2.28	8.13	9.29
Paccar. Inc	0.68	2.06	8.97	
Cummins	0.39	1.5	5.49	
马尼托瓦克	0.28	0.83	3.85	1.50
平均 (A=9)	0.51	1.70	5.90	5.37
平均 (A1=5)	0.53	1.93	6.73	
标普建筑机械指数七年最低 (MIN)		1.72	5.47	
标普建筑机械指数七年平均 (C)		3.73	16.79	
三一重工	1.68	4.29	18.15	11.23
中联重科	1.59	4.24	11.52	17.11
柳工	0.51	1.93	10.34	9.06
山推股份	0.97	2.37	11.72	10.69
安徽合力	0.70	1.35	11.26	5.23
平均 (B)	1.09	2.83	12.60	10.67
核心公司指数七年平均 (D)		4.40	29.30	
B/A (公司目前平均溢价)	2.14	1.66	2.13	1.99
B/A1 (公司目前平均溢价)	2.07	1.47	1.87	
D/C (指数七年平均溢价)		1.18	1.75	
目前的投资安全边际 (MIN*D/C)		2.03	9.54	

资料来源：兴业研发中心

从上表可以看出，工程机械核心公司指数对标普 500 建筑机械指数的七年 PE 和 PB 的溢价分别为 1.75 倍和 1.18 倍，根据七年来标普 500 建筑机械指数 PE 和 PB 的最低值 5.47 倍和 1.72 倍来计算，目前国内重点公司的安全投资边际分别为 PE9.54 倍和 PB2 倍。

EV/EBITDA 指标目前多用在确定收购公司的价值评估中，从这个指标可以看出，国内企业高出国外 2 倍，虽然国内工程机械处于成长期，较之国外成熟企业具有更高的成长性，但高成长伴随着高风险，我们觉得按 EV/EBITDA 指标做比照，国内企业的溢价幅度不能太高，一般在 1.2-1.5 之间比较合理。

综合上述几种估值方法，我们可以得出，在行业低估期的安全投资边际应该为 PE10 倍，PB2 倍（我们这里未考虑市场对加大基建投资所带来行业好转预期的估值溢价）。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元璇

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。