

研究员：
史海昇
机械与电力设备
行业
shihaiseng@sto
cke.com.cn
(8621)64718888-
1737

销售旺季到来 基建投资拉动作用显现

——2009 年二季度工程机械行业投资策略报告

投资要点：

◇ 工程机械行业市场表现与策略回顾

2008 年四季度以来，工程机械行业整体的市场表现明显强于沪深 300 指数，这基本符合我们前期对工程机械行业评级的调整——即由“中性”调升为“推荐”，与此同时，我们也相应的调升了行业内部分基本面良好且估值较低的重点公司评级，如中联重科（000157）等。

◇ 近期行业销售逐步好转

09 年一二月份，工程机械行业的总体销售增幅并不十分明显，但增长呈现出较强的“局部性”特征，即行业内的部分厂家（如：山推股份、中联重科及三一重工）及部分产品（如：推土机、旋挖钻机和起重机）增速较快，这两个特征符合我们 2009 年年度策略中对行业的基本判断。

◇ 下游基建投资构成行业最主要推动力量

由中央政府主导的基建投资是工程机械行业销售增长的主要推动力量，虽然 4 万亿规划有所调整，但 09 年涉及基建的投资规模仍将达 15500 亿元左右，相应的工程机械采购规模在 1080 亿元以上，拉动作用将较为显著。

◇ 上游钢材价格仍然维持低位

国内钢材价格自 08 年底以后曾出现小幅反弹，但随着华北、华东等地中小钢厂的复产，钢价受到了明显压制，钢材供大于求的局面愈发明显，预计 09 年二季度国内钢材价格仍将维持低位，工程机械行业原材料成本压力有限。

◇ 二季度历来为行业销售旺季

工程机械行业的销售表现出较强的季节性，每年一季度受春节停工及我国中北部地区寒冷天气影响，行业销量较低，而二季度随着大量工程恢复建设，且新开工项目较多，下游对工程机械产品的采购通常会有较大的提升。

◇ 行业估值与投资评级

我们坚持认为，工程机械行业销售收入与盈利能力的大幅提升将有望重合出现在 09 年的二季度，届时行业景气度会得到明显提升。目前行业 09 年动态 PE 为 14 倍，合理估值应在 16-18 倍之间，给予行业“推荐”评级。

◇ 风险因素

钢材涨价风险、液压件进口依赖风险、海外市场萎缩风险、账款回收风险。

联系人

张燕华
(8621)64718888-
1287
zhangyanhua@st
ocke.com.cn
上海市长乐路
1219 号长鑫大厦
18 层
(200031)

目 录:

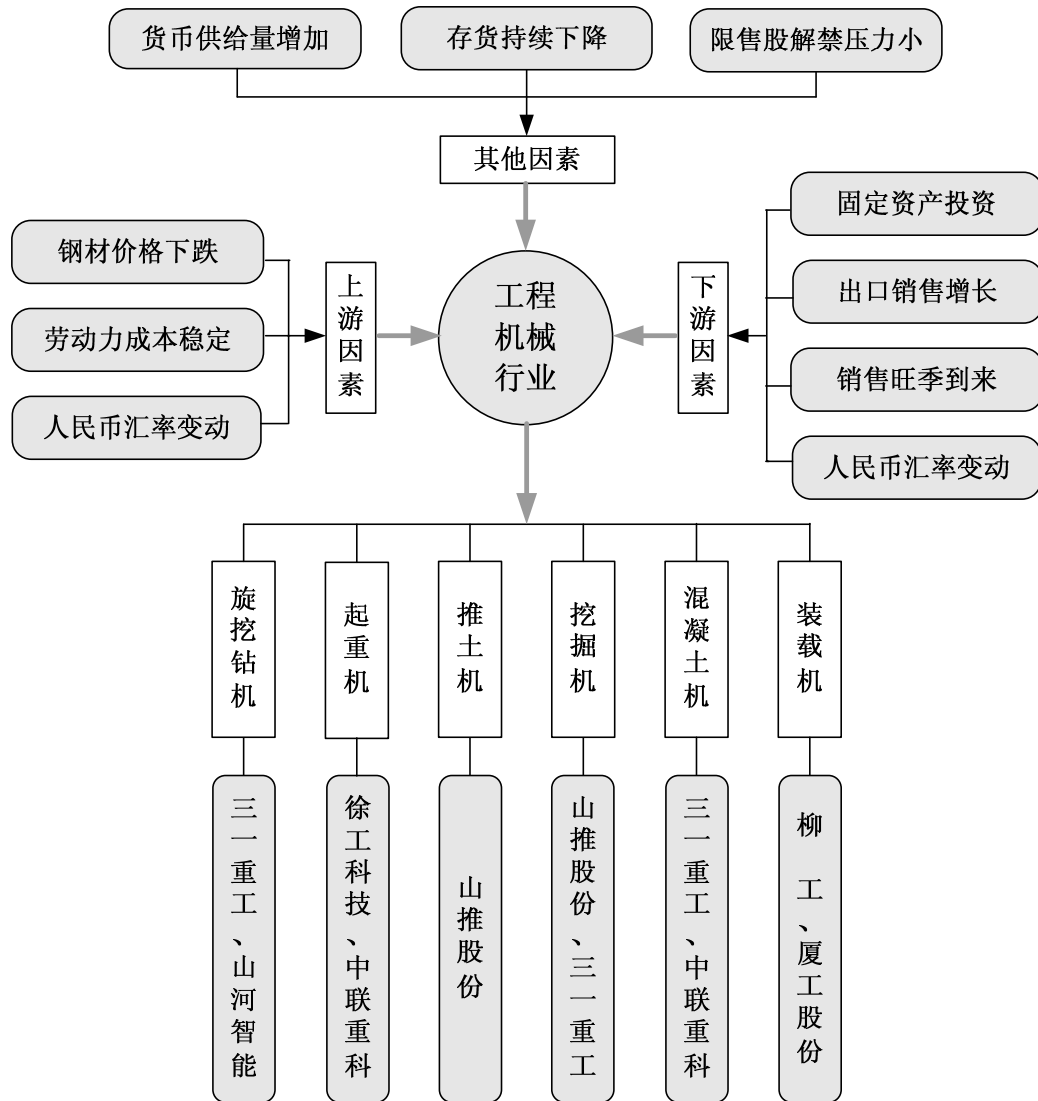
一、工程机械行业综合影响因素关联情况.....	4
二、工程机械行业市场表现与策略回顾.....	5
三、工程机械行业近况	5
四、机械行业运行的主要影响因素.....	6
(一) 国内影响因素	7
1、国内生产总值增速的影响	7
2、固定资产投资的影响	8
3、货币供给量的影响	8
4、钢材价格走势的影响	8
5、季节影响因素.....	12
6、存货影响因素.....	13
7、劳动力成本的影响.....	14
(二) 国际影响因素	14
1、主要出口国和地区经济增长情况的影响.....	14
2、人民币升值的影响.....	15
3、国际性产业转移的影响.....	15
五、行业内公司 2008 年业绩情况	17
六、限售股解禁情况	18
七、行业估值与投资评级	19
八、风险因素	19
1、钢材涨价风险.....	19
2、液压传动件进口依赖风险.....	20
3、海外市场迅速萎缩风险.....	20
4、账款回收风险.....	20
九、重点关注公司	20

图 表:

图 1 工程机械行业发展逻辑关系图	4
图 2 08 年初以来工程机械板块与沪深 300 指数走势情况	5
图 3 08 年底以来工程机械板块与沪深 300 指数走势情况	5
图 4 近年来中国 GDP 与工程机械行业销售收入情况对比	6
图 5 城镇固定资产投资情况	7
图 6 城镇固定资产投资与工程机械销售收入增速对比	7
图 7 中央政府涉及的固定资产投资增速较快	8
图 8 调整前 4 万亿投资结构情况	8
图 9 调整后 4 万亿投资结构情况	8
图 10 近年我国 M1、M2 与工程机械行业销售增速情况	9
图 11 银行与工程机械行业关联	9
图 12 工程机械产品成本结构	10
图 13 历年中国进口铁矿石价格变动幅度及预测	10
图 14 近年国内钢材、铜、铝价格指数走势	10
图 15 历年钢材价格走势与工程机械行业毛利率水平变化情况	12
图 16 近年来工程机械板块季度销售情况	12
图 17 工程机械板块存货情况及预测（按季度）	13
图 18 工程机械行业劳动力成本情况	14
图 19 近年世界主要国家和地区 GDP 增速情况	15
图 20 近年人民币对美元、欧元的汇率走势	15
图 21 部分西方国家和地区第三产业在 GDP 中占比	16
图 22 我国工程机械出口占国际市场销售额比例	16
图 23 近年公司 PE、PB 走势情况	20
图 24 山推股份（000680）主营产品结构	20
图 25 近年公司 PE、PB 走势情况	21
图 26 中联重科（000157）主营产品结构	21
表 1 国内各主要工程机械品种类比	6
表 2 我国工程机械产品用钢比例情况	11
表 3 工程机械产品对钢材价格与钢材成本占比变动的敏感度情况	11
表 4 内地主要工程机械上市公司存货情况及预测	13
表 5 近年来工程机械进出口金额增速情况一览	17
表 6 主要工程机械类上市公司 08 年业绩情况	17
表 7 工程机械板块上市公司营业收入情况（按季度统计）	18
表 8 工程机械板块上市公司净利润情况（按季度统计）	18
表 9 主要工程机械类上市公司限售股解禁时间表	19
表 10 工程机械行业重点公司业绩预测与投资评级	20

一、工程机械行业综合影响因素关联情况

图 1 工程机械行业发展逻辑关系图

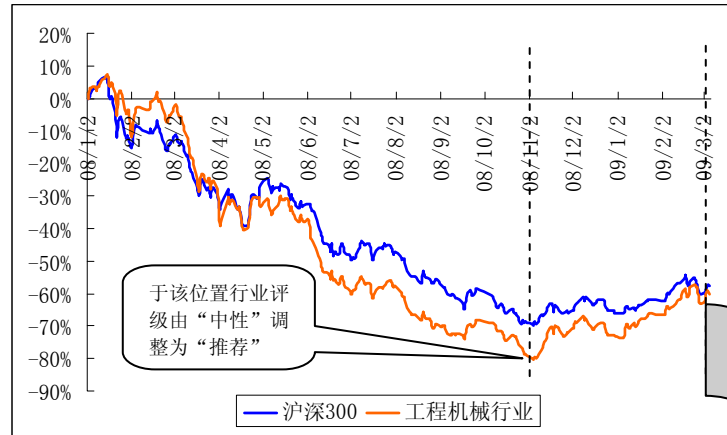


工程机械行业影响因素较多，其中主要包括以下几个方面：

- 1、**上游因素**：钢材价格下跌、劳动力成本稳定、人民币汇率变动；
- 2、**下游因素**：固定资产投资、出口销售增长、销售旺季到来、人民币汇率变动；
- 3、**其他因素**：货币供给量增加、存货持续下降、限售股解禁压力小。

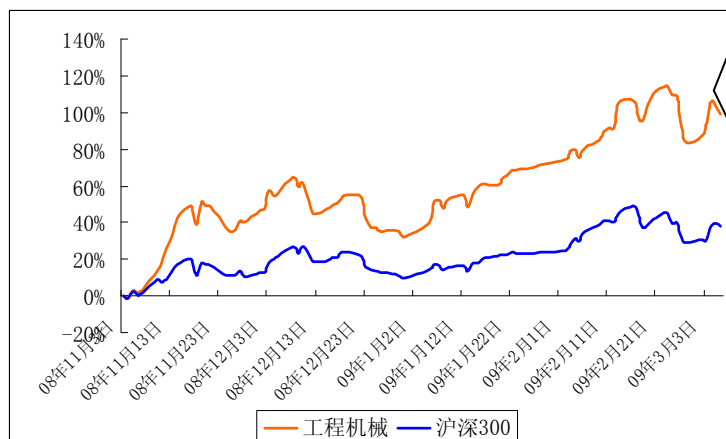
二、工程机械行业市场表现与策略回顾

图 2 08 年初以来工程机械板块与沪深 300 指数走势情况



资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

图 3 08 年底以来工程机械板块与沪深 300 指数走势情况



资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

自 08 年初至今，工程机械行业的市场整体表现与沪深 300 指数总体持平，但随着钢材等原材料价格的回落以及政府大规模基础设施建设工程计划的推出，08 年四季度以来，工程机械行业的市场表现明显强于沪深 300 指数，这基本符合我们 08 年四季度对工程机械行业评级的调整（调整时间：2008 年 11 月上旬），即由“中性”调升为“推荐”，与此同时，我们也相应的调升了工程机械行业内部分基本面良好且估值较低的重点公司评级，如：中联重科（000157）等。

三、工程机械行业近况

从 2009 年初期的数据来看，1 月中联重科泵车销售超过 40 台，起重机销量超过 300 台，环比和同比都有所提升，旋挖钻机 2 月前 10 天一次性订货超过 10 台；山河智能 2009 年 1 月小型挖掘机销售超过 160 台（内销 70-80 台，外销 80-90 台），同比增加 50%左右，

潜孔钻机 2 月一次性订单超过 10 台（2008 年全年销售近 30 台）；山推股份 1 月销售推土机 240 余台，环比增加约 14%；徐工集团 1 月销售 400 余台起重机，同比 08 年 1 月也出现增加，2 月前 12 天推土机内销发货量超过 100 台，全月销量有望超过 2008 年 2 月的 335 台销量记录；三一重工 2 月份前 10 天泵车发货量超过 40 台，挖掘机销量超过 100 台，2 月预计挖掘机销量达 300 台，远超过 2008 年 2 月 142 台的销量。

从以上数据来看，工程机械行业的销售增长总体幅度不是很大，但增长表现出较强的“局部性”特征，即销售的增长出现在行业内的部分厂家及部分产品上。厂家方面，以山推股份、中联重科及三一重工等国内重点中高端工程机械制造商为主；产品方面，以推土机、旋挖钻机和起重机为代表，这两个特征符合我们 2009 年年度策略中对行业的基本判断。

但是，工程机械行业能否全面复苏尚需要观察 3 月份尤其是 2 季度的数据。我们坚持认为，2009 年二季度是国内工程机械行业销售收入与盈利能力双双大幅提升的一个重要时期。

表 1 国内各主要工程机械品种类比

产品类别	行业壁垒	毛利率水平	行业集中度	08年1H总产量中出口占比	2007年增速	2008年E增速	2009年E增速	主要公司
旋挖钻机	高	约36%	约55% (CR3)	鲜有出口	31%	52%	45%	三一重工、山河智能
挖掘机	很高	约12%	约50% (CR3)	约5%	37%	30%	28%	山推股份、三一重工
起重机	高	约27%	约80% (CR2)	约25%	30%	25%	22%	徐工科技、中联重科
推土机	高	约21%	约52% (CR1)	约35%	24%	22%	20%	山推股份
混凝土机	高	约32%	约90% (CR2)	约18%	58%	30%	15%	三一重工、中联重科
装载机	低	约12%	约70% (CR2)	约9%	22%	30%	12%	柳工、厦工股份

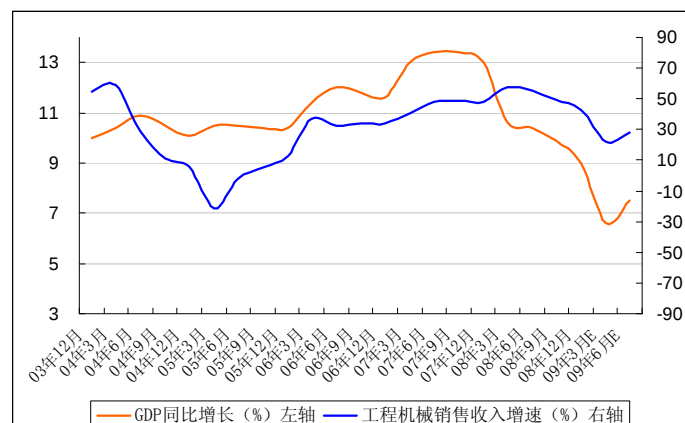
资料来源：中国机械工业联合会、中国工程机械行业协会、浙商证券研究所

四、机械行业运行的主要影响因素

（一）国内影响因素

1、国内生产总值增速的影响

图 4 近年来中国 GDP 与工程机械行业销售收入情况对比

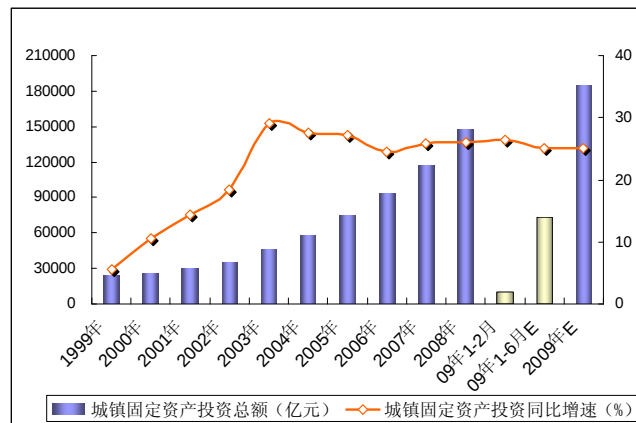


资料来源：国家统计局、WIND 资讯、浙商证券研究所

从宏观层面来看，由于工程机械行业是典型的周期性行业，行业景气度与国内生产总值增速呈正相关关系，自 2008 年以来，我国 GDP 增速出现明显下滑，由 08 年初的 10% 以上滑落到当年四季度的 6.8%，我们预计 09 年第一季度 GDP 将达到低点 6.6% 附近，而从第二季度开始将呈现回升的态势，与之相应的，工程机械的销售亦将逐步回暖。

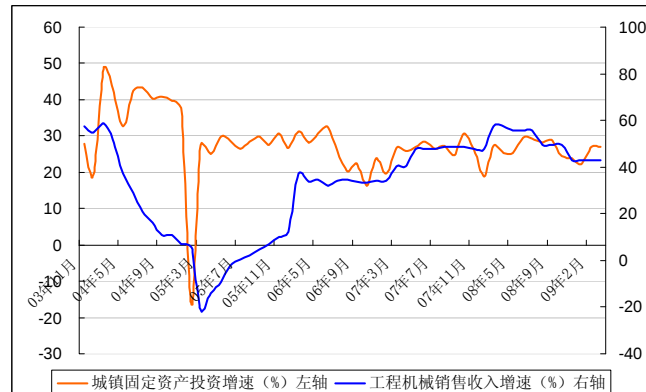
2、固定资产投资的影响

图 5 我国城镇固定资产投资情况



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

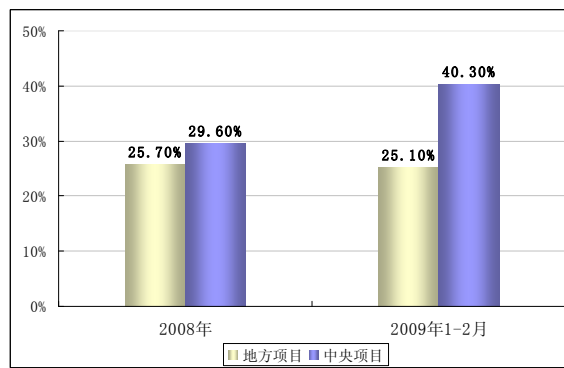
图 6 城镇固定资产投资与工程机械销售收入增速对比



资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

工程机械行业是较为典型的投资驱动型行业，我国城镇固定资产投资一贯是工程机械行业发展重要的推动因素之一，二者呈现高度正相关关系。国家统计局数据显示：2008 年全年国内城镇固定资产投资规模达到 148167 亿元，增长 26.10%（与我们前期预测的 25% 相近），同比提高 0.3 个百分点。

图 7 中央政府涉及的固定资产投资增速较快



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

统计局数据还显示，2009 年 1-2 月，我国城镇固定资产投资 10276 亿元，同比增长 26.5%。增速高于去年同期的 24.3%，也是近三年以来最高增速。我们认为，政府投资是这一高增长的主因，从数据上看，1-2 月中央项目投资 1070 亿元，同比增长 40.3%，地方项目投资 9206 亿元，增长 25.1%，中央项目投资增速不但大大高于总投资增速，而且明显高于历年的平均水平，显示出中央政府主导的相关基建类项目投资是近期固定资产投资的主力。我们预计 2009 年全社会固定资产投资规模将增长 20%以上，从而将有力的拉动工程机械行业的销售增长。

09 年 3 月 6 日，十一届全国人大二次会议在人民大会堂举行发改委、财政部、央行负责人记者会，国家发展和改革委员会主任张平在会上公布了“4 万亿”结构调整的有关信息。

(1) 民生工程，主要是保障性住房，包括廉租房、林区、垦区、煤矿棚户区改造，大体总的规模是 4000 亿元；

(2) 农村的民生工程包括农村安全饮水、农村电网改造、农村道路建设、农村沼气建设、农村危房改造和游牧民定居，大体上是 3700 亿元；

(3) 基础设施建设，包括铁路、公路、机场、水利等，大体上是 15000 亿元；

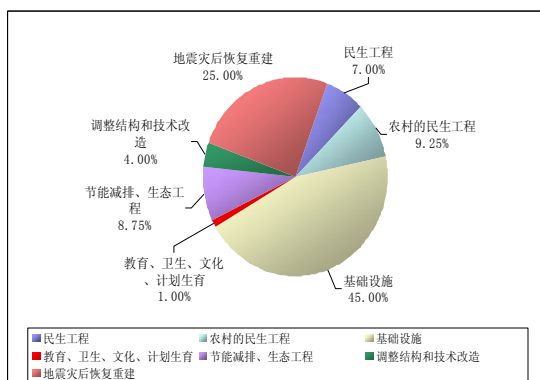
(4) 教育、卫生、文化、计划生育等社会事业方面，大体上是 1500 亿；

(5) 节能减排、生态工程大体上是 2100 亿；

(6) 调整结构和技术改造，大体上是 3700 亿元；

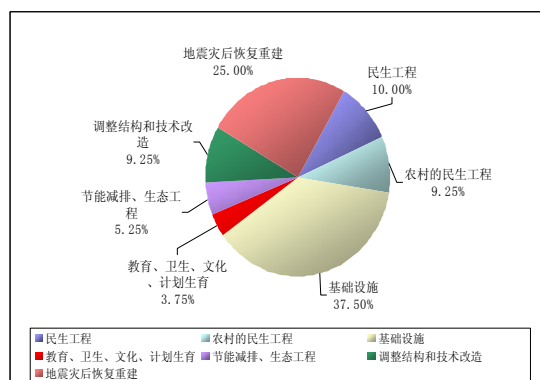
(7) 再加上汶川大地震重点灾区的灾后恢复重建 10000 亿元。

图 8 调整前 4 万亿投资结构情况



资料来源：国家发改委、浙商证券研究所

图 9 调整后 4 万亿投资结构情况



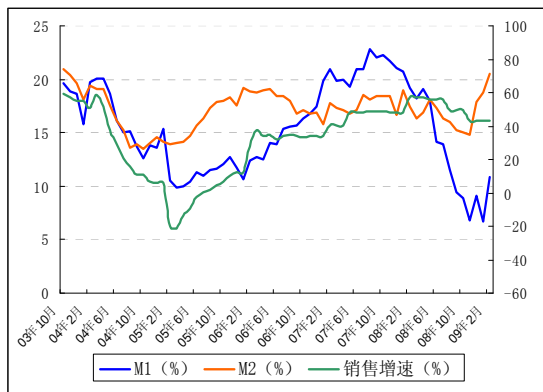
资料来源：国家发改委、浙商证券研究所

从调整后的 4 万亿规划来看，基础设施投资在“4 万亿”中的占比由 45% 降至 37.5%，节能减排和生态工程投资也明显减少，由 8.75% 降至 5.25%；而增加较多的是结构调整和技术改造方面投资，占比从 4% 提高到 9.25%，民生工程和社会事业（教育、卫生、文化、计划生育等）方面投资增加也较为明显，分别由 7% 和 1% 增加至 10% 与 3.75%；而农村民生工程与地震灾后恢复重建投资额没有改变。

按以上调整后的规划计算，政府 4 万亿投资涉及工程机械的基建项目达 32700 亿元，扣除 08 年四季提前安排的 1200 亿，预计 2009 年投资规模将达 15500 亿元左右。而通常情况下，基建投资总额的约 7% 将被用于采购工程机械，即 2009 年工程机械行业的市场总规模将在 1080 亿元以上，仍较为可观。

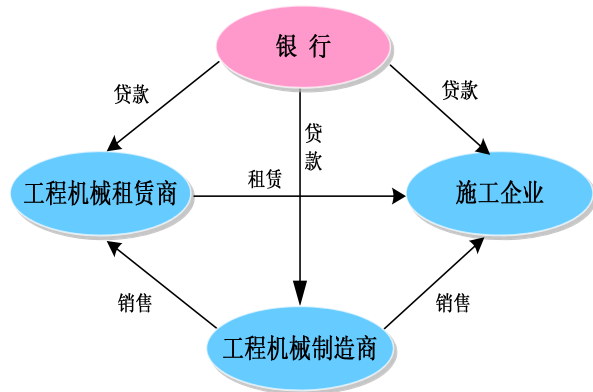
3、货币供给量的影响

图 10 M1、M2 与工程机械销售增速情况



资料来源：中国人民银行、浙商证券研究所

图 11 银行与工程机械行业关联



资料来源：浙商证券研究所

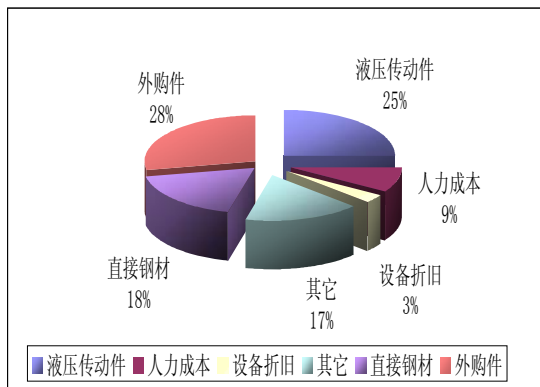
货币供给量增速直接影响工程机械行业的销售情况，二者呈现高度正相关关系。

受国内适度宽松的货币政策影响，春节过后的 09 年 2 月末，我国广义货币供应量（M2）余额为 50.71 万亿元，同比增长 20.48%，比上月末高 1.69 个百分点，狭义货币供应量（M1）余额为 16.65 万亿元，同比增长 10.87%，比上月末高 4.19 个百分点，1-2 月份净投放现金 923 亿元。货币供给量的增速提高起到了对工程机械行业销售的短期提振作用，我们预计二季度 M1、M2 增速可能会放缓，但整体仍然有望保持一个较高的水平，这对工程机械行业销售收入的增长将起到一定的促进作用。

4、钢材价格走势的影响

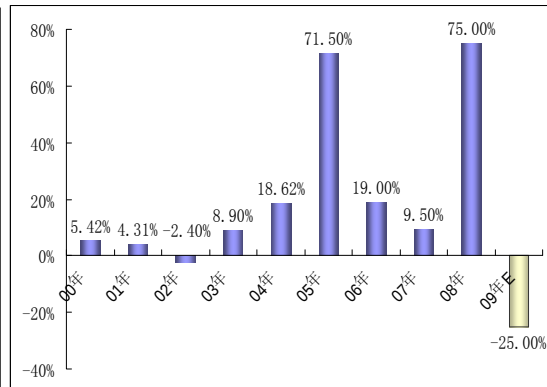
在工程机械产品的成本构成中，钢材是主要的原材料之一，通常情况下，直接钢材占到成本的 18% 左右，外购件用钢占比也较大，全部钢材占总成本的比例约为 30%。

图 12 工程机械产品成本结构



资料来源：工程机械行业协会、浙商证券研究所

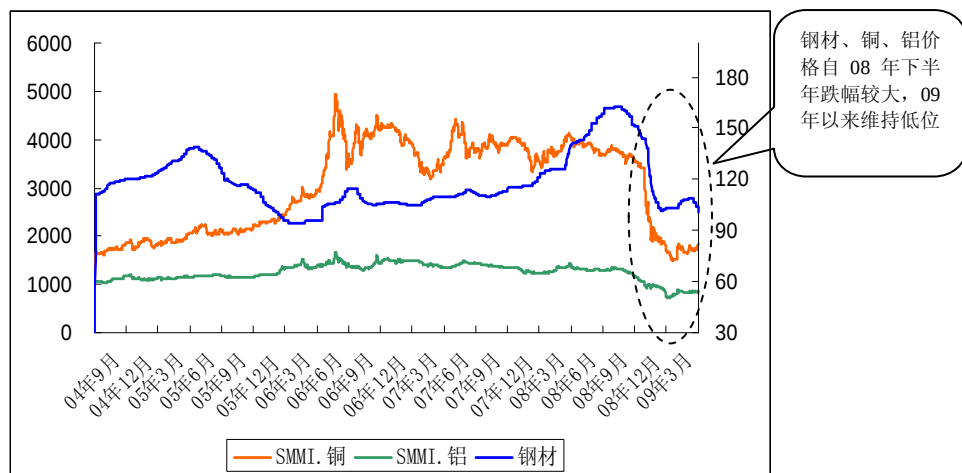
图 13 历年中国进口铁矿石价格变化及预测



资料来源：中国钢铁行业协会、浙商证券研究所

钢材是我国是世界上最大的钢材生产国，也是世界上最大的钢材消费国，随着我国工业化和城镇化建设步伐的加快，钢铁的需求在相当时间内将保持稳定的增长，但迄今为止我国在钢材定价上并没有太多的话语权，08 年的谈判结果是进口铁矿石价格最大涨幅为 96.5%（平均涨幅也在 75%左右），而 09 年随着全球性经济增速的显著放缓，铁矿石的国际需求大幅下降，我们预计全年铁矿石进口价格的涨幅在-25%左右，这将很大程度上缓解下游工程机械行业的成本压力。

图 14 近年国内钢材、铜、铝价格指数走势



资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

注：钢材综合价格指数：1994 年 4 月=100；国内铜价格指数：2003 年 4 月 1 日=1000；国内铝价格指数：2003 年 4 月 1 日=1000。

工程机械所用的金属材料中以钢材为主，而钢材中又主要是中厚板、热轧薄板、棒材、钢管以及型钢等，其中板材以 16mm 为主，各种级别的低碳合金高强度钢用量也较大。以工程机械全行业计算，每年的钢材消费量在 450 万吨以上，从各钢材的品种需求来看，高强度中厚板占 45%，热轧薄板占 10%，其它的管材、棒材、冷弯型钢等占 25%，型钢占到 20%。

表 2 我国工程机械产品用钢比例情况

序号	主要用钢种类	用钢占比
1	中厚板	45%
2	热轧薄板	10%
3	管材、棒材、冷弯型钢等	25%
4	型钢	20%
合 计		100%

资料来源：中国工程机械资讯银网、浙商证券研究所

基于钢材成本变动的工程机械行业毛利率敏感性分析

假设条件：

- (1) 钢材直接成本与间接成本占工程机械产品总成本的 30%
- (2) 2009 年国内钢材产品价格较 2008 年下降 25%
- (3) 2009 年国内工程机械产品出厂价格与 2008 年相当
- (4) 2008 年我国工程机械产品平均毛利率水平为 21.45%

设：

2008 年我国工程机械产品销量 (Q)

2009 年我国工程机械产品销量同比增速 (G)

2008 年我国工程机械产品销售收入 (S)

2008 年我国工程机械产品制造成本 (C)

2009 年我国工程机械产品毛利率

$$= 1 - [C * 30\%(1-25\%) * (1+G) + C * 70\% * (1+G)] / S * (1+G)$$

$$= 27.34\%$$

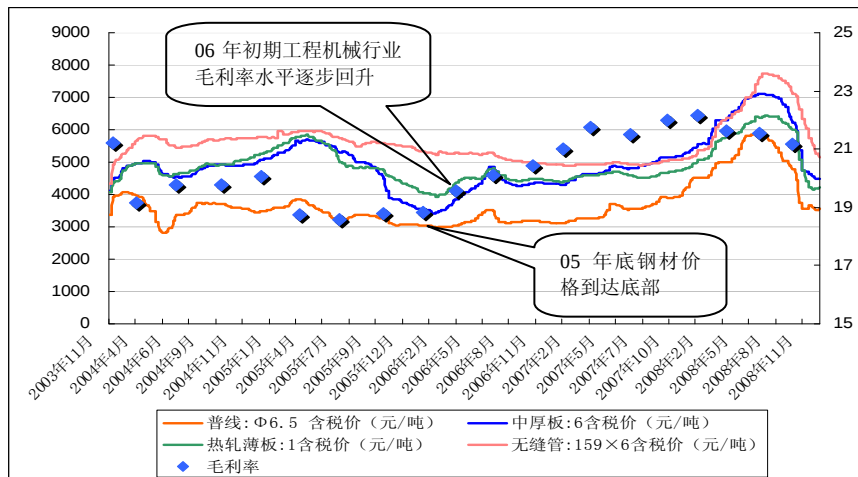
表 3 工程机械产品对钢材价格与钢材成本占比变动的敏感度情况

中值 27.34%		钢材成本占比				
		25%	28%	30%	32%	35%
钢材 降价 幅度	20%	25.38%	25.85%	26.16%	26.48%	26.95%
	23%	25.97%	26.51%	26.87%	27.23%	27.77%
	25%	26.36%	26.95%	27.34%	27.73%	28.32%
	27%	26.75%	27.39%	27.81%	28.24%	28.87%
	30%	27.34%	28.05%	28.52%	28.99%	29.70%

资料来源：浙商证券研究所

根据工程机械产品对钢材价格与钢材成本占比变动的敏感性分析，预计 2009 年国内工程机械行业毛利率水平大致在 27.34% 左右，波动上限 29.70%（假设钢材成本占比 35%，钢材降价幅度 30%），波动下限为 25.38%（假设钢材成本占比 25%，钢材降价幅度 20%）。

图 15 历年钢材价格走势与工程机械行业毛利率水平变化情况



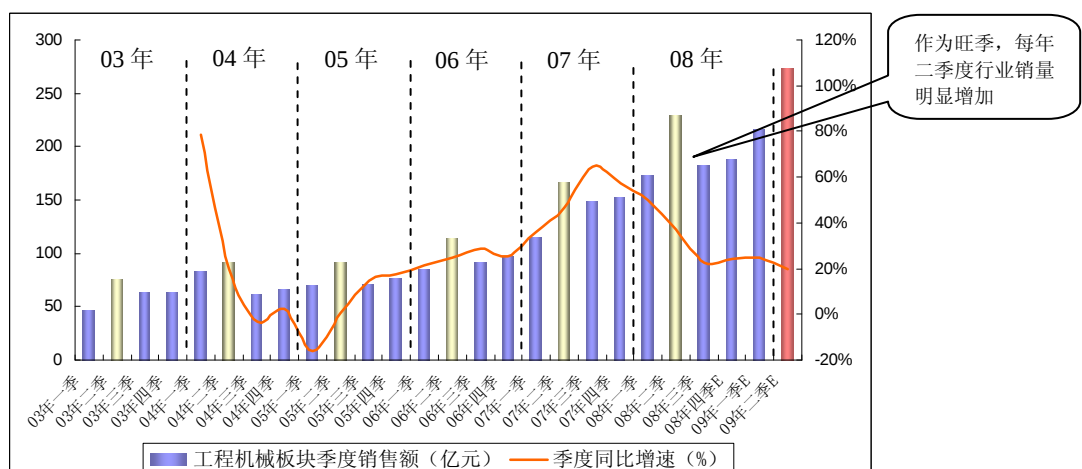
资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

目前，国内钢材价格已经基本回到上一轮低点时的水平（2005 年底），并且调整幅度已经超过了 2005 年的水平。自 2005 年二季度起，国内中厚板、普线、无缝管、热轧薄板等钢材价格普遍出现下跌，且下跌幅度较大，而与之相应的是国内工程机械行业的毛利率水平自同年三四季度出现了拐点，之后便逐步攀升，可见钢材价格与工程机械产品毛利率间呈现明显的负相关关系。

由于工程机械产品的生产往往会提前进行原材料备库，所以毛利率水平的变动也往往会相应滞后 1-2 个季度，考虑到国内工程机械行业目前的存货情况及一季度为行业销售淡季的因素。我们预计，08 年四季度至 09 年一季度行业毛利率水平不会得到太大改善，国内工程机械行业的本轮拐点有望出现在 2009 年二季度，届时行业盈利状况将得到显著提升。

5、季节影响因素

图 16 近年来工程机械板块季度销售情况



资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

工程机械行业的销售通常表现出较强的季节性，如图所示，在通常情况下，每年的一季度受春节停工以及我国中北部地区寒冷天气影响，工程机械产品的销量处于全年最低水平，而二季度开春后大量工程恢复建设，加之新开工项目较多，下游对工程机械产品的采购通常会有一个比较大的提升，所以二季度也一直被视作工程机械行业的销售旺季（进入三四季度后行业销量将转为较平稳的态势）。

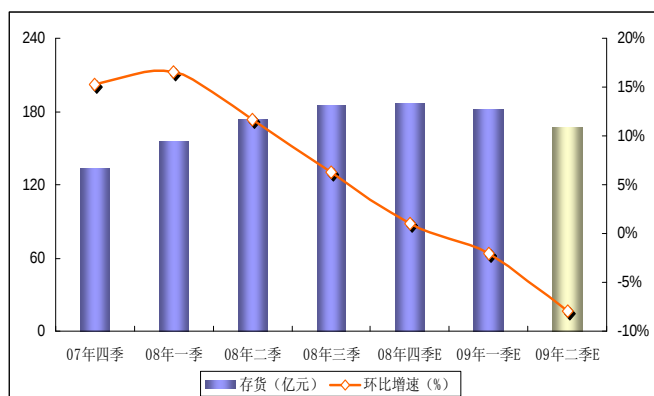
6、存货影响因素

表 4 内地主要工程机械上市公司存货情况及预测（亿元）

证券代码	证券简称	2007 年 四季存货	2008 年 一季存货	2008 年 二季存货	2008 年 三季存货	2009 年二 季存货 (E)
000157	中联重科	26.32	33.04	37.37	39.63	36.06
000425	徐工科技	9.45	9.16	9.75	10.59	9.64
000528	柳 工	17.15	23.27	25.10	28.62	26.04
000680	山推股份	8.61	9.02	10.65	12.53	11.40
000923	河北宣工	4.15	4.43	5.00	5.11	4.65
002006	精工科技	1.87	1.92	2.02	2.39	2.17
002097	山河智能	4.74	5.38	5.92	6.37	5.80
002147	方圆支承	0.40	0.47	0.67	0.96	0.87
600031	三一重工	23.43	29.51	34.31	31.94	29.07
600335	鼎盛天工	2.59	3.12	3.39	3.94	3.59
600375	星马汽车	3.97	5.83	5.23	5.51	5.01
600710	常林股份	5.19	4.90	5.49	6.10	5.55
600761	安徽合力	7.73	8.27	8.53	8.92	8.12
600815	厦工股份	17.96	17.41	20.41	22.11	20.12
合 计		133.57	155.73	173.85	184.72	168.10

资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

图 17 工程机械板块存货情况及预测（按季度）



资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

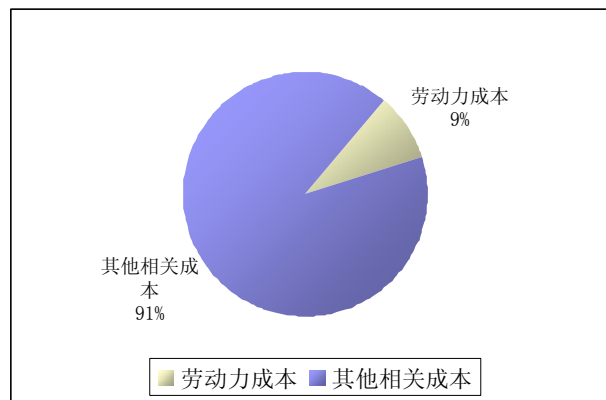
考查内地主要工程机械上市公司的存货情况发现，08 年前三个季度环比分别提高了 16.59%、11.63%和 6.25%。考虑中央在第四季度的 1000 亿投资中，除用于解决民生问题外，大部分投资于基础设施、生态环保以及灾后重建方面，加之 09 年一季度部分下游施工企业的采购计划提前，这些对短期内消化行业存货都能够起到一定的促进作用，而我们预计随着工程机械行业销售旺季的到来，09 年二季度行业存货下降幅度将显著增加。

但是，考虑到一季度行业存货所使用的原材料（主要为钢材）多为 08 年中期采购，而这一时期正是国内钢材价格水平大幅波动的阶段，相关企业由于备货时机选择欠佳导致存货成本普遍较高，所以，预计一季度内行业存货的消化并不能立即对行业内企业的盈利水平以较大提升，我们认为行业盈利能力的显著提升将从 2009 年二季度开始。

7、劳动力成本的影响

中国制造业进入产业升级阶段，国内企业尤其是中小型制造业企业面临很大的人力成本压力，劳动力成本的优势已经开始逐渐动摇。劳动密集型企业、低质价廉的初级产品制造企业面临着向高端制造业升级或者其他国家转移的选择，但是对于规模较大、技术水平较高、市场前景广阔的工程机械制造企业而言，劳动力成本的压力并不明显。

图 18 工程机械行业劳动力成本情况



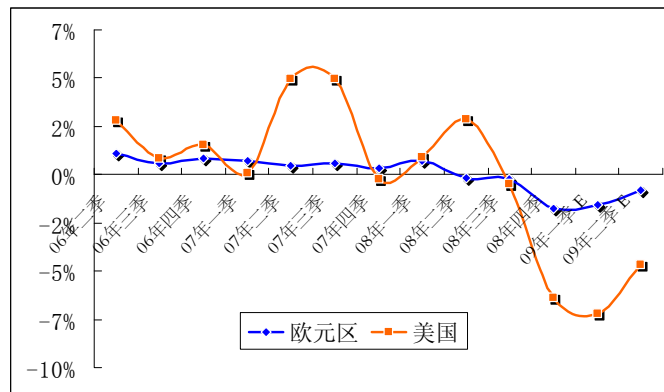
资料来源：中国工程机械行业协会、浙商证券研究所

（二）国际影响因素

1、主要出口国和地区经济增长情况的影响

美国 08 年第四季度 GDP 增长-6.2%，为近 30 年来新低，欧元区 08 年第四季度 GDP 增长为-1.7%，也处于历史较低水平，预计 2009 年第二季度美国和欧元区失业率将持续上升，信心指数仍维持低位，GDP 增速为“负值”的可能性较大。此外，我们认为，目前的全球经济状况仍在持续恶化，对世界经济而言，2009 年将是非常糟糕的一年，全球经济增长率将低于 0.5%，甚至出现负增长，这是二战以来最低的一年，若各国刺激经济措施得力，银行能够摆脱陷入困境的资产，2010-2011 年世界经济才有可能开始复苏。

图 19 近年世界主要国家和地区 GDP 增速情况

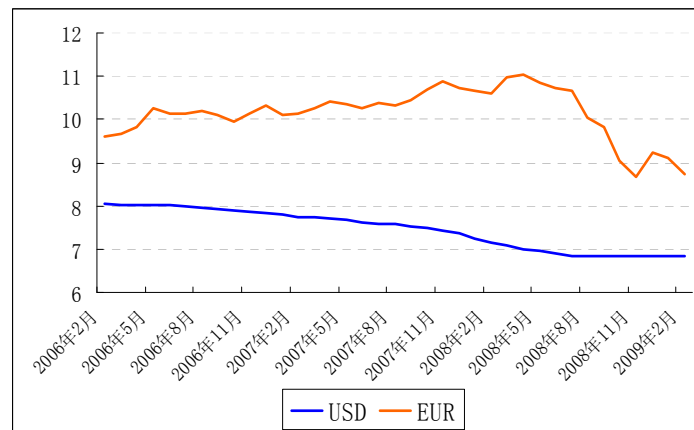


资料来源：IMF 官方网、浙商证券研究所

美国和欧盟是我国工程机械产品主要出口地区，二者经济的衰退对我国工程机械行业造成的负面影响不能小觑，尤其是中国的工程机械行业正由“进口替代”向“出口导向”转变，主要出口地经济的下滑对行业内企业的海外销售会造成一定的需求压制。

2、人民币升值的影响

图 20 近年人民币对美元、欧元的汇率走势



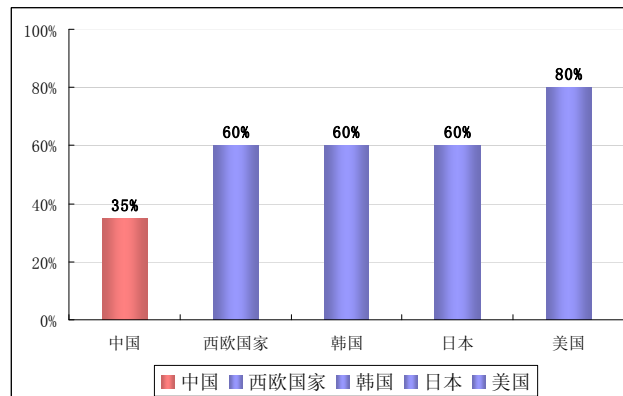
资料来源：国家外汇管理局、浙商证券研究所

若仅从人民币汇率的角度来看，我国工程机械产品的海外市场售价较汇率改革前是上升的，但从产品质量与技术性能指标上来看，我国工程机械产品近年的提高速度更为明显，加之国产设备价格一般仅为欧美同类产品的 50-80%，整体性价比仍高于国际工程机械品牌产品，所以，虽然人民币升值对行业出口造成一些影响，但中国工程机械产品的国际竞争力总体上仍维持较高水平。

3、国际性产业转移的影响

近年，西方发达国家随着产业升级的进一步深化，更加专注于附加值较高的第三产业的发展（如：美国第三产业占 GDP 总量的 80% 以上，日本第三产业占 GDP 总量的 70% 以上，韩国与欧洲主要发达国家第三产业占 GDP 的总量也超过 60%），以上各国逐步将制造业转出。从当前和今后一个时期的形势来看，国际化产业转移的总体趋势不会改变，速度还有加快的可能，中国作为制造业尤其是大型制造业的转入方，在未来较长的一段时间内仍将享有产业的国际性转移带来的优势。

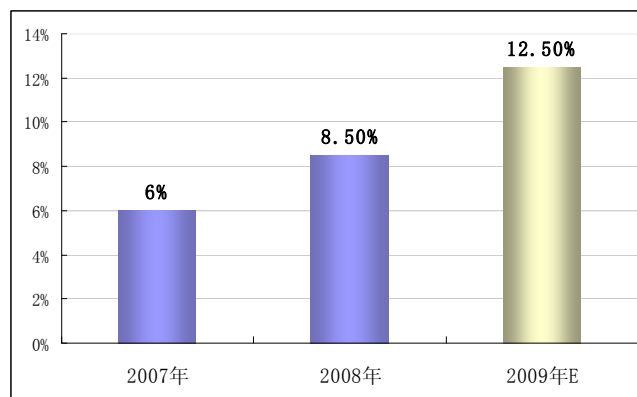
图 21 部分西方国家和地区第三产业在 GDP 中占比



资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

以日本为例：在 1973 - 1975 年的全球经济危机中，日本经济得到了国际性产业转移带来的发展机遇，在进行产品结构调整和产业结构升级方面取得了明显进展，电子产业和电器产业发展迅速，经济增速也高于美国和西欧国家的水平，并最终在汽车等领域成为美国的强劲竞争对手。我们认为，此次全球性经济衰退仍然能够加速国际性的产业转移，尤其是第二产业的转移，中国的工程机械产品将从中受益，占领全球更多的市场份额。

图 22 我国工程机械出口占国际市场销售额比例



资料来源：机经网、浙商证券研究所

表 5 近年来工程机械进出口金额增速情况一览

时间	进 口				出 口			
	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 E	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 E
1 季度	60.00%	21.60%	20.20%	18%	81.00%	60.80%	73.70%	26%
2 季度	21.00%	24.30%	27.10%		71.30%	73.30%	71.10%	
3 季度	21.80%	32.10%	26.20%		72.30%	78.40%	60.40%	
4 季度	18.80%	25.40%	11.00%		61.10%	78.60%	26.00%	

资料来源：中商情报网、浙商证券研究所

目前，工程机械的出口虽然仍保持增长的态势，但增速已经显现下降的趋势，对于出口市场的预测，我们难如前两年般乐观，预计 2009 年二季度随着全球经济逐步走向衰退，预计国内工程机械对欧美发达国家的增速将大幅下降，但对发展中国家与新兴经济体的出口增速的下降幅度将较小。

特别是我国工程机械产品在海外市场普遍具有较强的性价比优势，一般产品的价格仅相当于国外品牌的 50-80%，如海外建设工程缩减预算，则可能优先考虑价格低廉的中国品牌工程机械产品，我们认为国内工程机械产品的出口增速虽然在 09 年二季度会有所放缓，但出现负增长的可能性很小。

五、行业内公司 2008 年业绩情况

表 6 主要工程机械类上市公司 08 年业绩情况

证券代码	证券简称	07 年 EPS (元)	08 年 EPS (元) E	同比增长(%)	2008 年业绩预告	评级
000157	中联重科	0.88	1.26	43%	—	推荐
000425	徐工科技	0.05	0.19	280%	上升 280%	中性
000528	柳 工	1.20	0.72 A	-40%	—	中性
000680	山推股份	0.58	0.67 A	16%	—	推荐
000923	河北宣工	0.04	0.05	20%		中性
002097	山河智能	0.56	0.23	-59%	下降 50-70%	中性
600031	三一重工	1.10	1.02	-7%	—	推荐
600169	太原重工	0.94	1.22 A	29%	—	推荐
600335	鼎盛天工	0.19	0.02	-90%	—	中性
600375	星马汽车	0.21	0.24	15%	—	中性
600710	常林股份	1.50	1.10 A	-26%	—	中性
600761	安徽合力	0.90	0.69	-23%	—	中性
600815	厦工股份	0.32	0.27	-18%	—	中性

资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

从工程机械类上市公司 2008 年业绩来看，受钢材等原材料价格上涨因素影响，多数公司盈利能力减弱，近半数公司业绩出现下滑，但生产中高端工程机械产品的行业内骨干企业仍保持了较稳定的增速以及较好的发展势头，如：中联重科（000157）、山推股份（000680）、太原重工（600169）等。

表 7 工程机械板块上市公司营业收入情况（按季度统计）

单位：亿元

公司	06年一季	06年二季	06年三季	06年四季	07年一季	07年二季	07年三季	07年四季	08年一季	08年二季	08年三季	08年四季E	09年一季E	09年二季E
中联重科	8.90	14.56	10.82	12.30	12.97	23.08	25.69	28.00	25.37	36.80	36.86	33.60	30.44	45.99
徐工科技	7.50	9.58	5.87	5.00	6.89	11.00	7.63	7.14	8.73	10.84	8.22	8.56	10.48	13.55
柳工	13.45	15.44	11.57	14.17	15.24	23.55	16.64	20.50	24.58	31.58	20.18	16.34 A	27.04	34.74
山推股份	7.91	9.79	7.70	8.14	9.52	12.85	11.67	14.15	16.27	20.06	16.11	16.98	19.52	25.08
河北宣工	0.99	1.73	1.36	1.78	1.00	1.70	1.21	1.77	1.33	1.81	1.52	2.13	1.40	1.90
山河智能	1.05	1.99	1.61	1.73	1.55	3.76	2.96	3.25	3.81	4.39	2.51	3.90	4.57	5.49
三一重工	8.55	15.65	13.38	13.45	18.72	25.21	24.86	21.70	26.64	45.29	36.76	26.04	31.97	54.34
鼎盛天工	0.79	1.53	1.02	0.76	0.59	1.40	1.26	1.04	1.22	2.25	1.05	1.44 A	1.34	2.47
星马汽车	3.44	5.71	3.99	4.46	3.82	7.32	4.91	5.12	4.74	8.30	3.06	6.14	5.21	9.13
常林股份	4.04	4.56	4.28	2.77	4.71	5.45	4.17	4.10	5.83	6.05	3.78	2.91 A	6.41	6.66
安徽合力	5.53	7.06	7.55	5.25	7.46	10.18	8.58	7.75	9.29	11.01	9.68	9.30	11.14	12.11
厦工股份	9.60	11.72	8.07	8.25	12.41	16.01	12.00	10.29	19.97	19.14	12.22	7.58 A	23.96	22.96
太原重工	7.32	9.51	9.47	9.32	11.40	12.85	9.50	13.50	15.11	17.41	17.59	20.36 A	18.13	21.77

资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

表 8 工程机械板块上市公司净利润情况（按季度统计）

单位：百万元

公司	06年一季	06年二季	06年三季	06年四季	07年一季	07年二季	07年三季	07年四季	08年一季	08年二季	08年三季	08年四季E	09年一季E	09年二季E
中联重科	73.05	541.03	125.80	99.65	210.08	304.54	389.67	426.81	367.70	541.03	487.57	518.90	441.24	676.28
徐工科技	4.13	14.47	0.34	3.62	1.19	18.97	7.27	-2.82	-13.44	14.47	107.40	-4.88	-16.13	18.08
柳工	75.66	227.01	77.61	81.25	106.31	219.85	129.83	111.20	139.50	227.01	20.89	-45.38	153.45	249.71
山推股份	63.42	216.31	43.11	46.61	93.75	171.01	103.96	103.37	188.00	216.31	113.65	-9.43	225.60	270.39
河北宣工	-9.34	5.94	-0.49	5.86	-3.47	8.35	0.44	5.72	1.16	5.94	-1.88	4.69	1.22	6.24
山河智能	9.67	53.06	21.51	20.56	10.37	48.66	52.71	35.55	31.27	53.06	1.76	-23.07	37.52	66.33
三一重工	69.19	601.99	250.56	176.86	426.56	518.07	533.92	381.89	352.40	601.99	327.08	238.33	422.88	722.39
鼎盛天工	0.24	14.21	-8.76	8.51	0.33	0.79	-0.26	106.52	14.46	14.21	-7.84	-15.71	15.90	15.63
星马汽车	6.50	25.95	4.74	1.24	7.35	18.65	9.69	3.86	9.42	25.95	-3.17	12.68	10.36	28.55
常林股份	10.98	50.32	7.60	7.87	23.79	35.75	13.53	23.51	52.17	50.32	-23.21	-24.22	57.38	55.35
安徽合力	64.21	83.25	74.51	76.95	77.37	107.20	96.70	75.53	76.31	83.25	37.48	49.30	91.57	91.57
厦工股份	15.86	78.40	14.20	-7.98	24.11	78.34	60.36	50.33	62.79	78.40	37.56	7.69	75.35	94.08
太原重工	16.62	117.21	18.40	24.26	64.69	69.92	71.30	77.44	113.67	117.21	115.50	105.99	136.41	146.51

资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

六、限售股解禁情况

表 9 主要工程机械类上市公司限售股解禁时间表

证券代码	证券简称	上市日期	上市股份数量(股)	占流通股比例 (%)	占总股本比例 (%)	股份类型	股东名称
000157	中联重科	2009/7/14	586,365,639	62.74	38.55	股权分置限售股份	建机公司、佳卓集团
000425	徐工科技	2009/12/28	103,088,799	23.77	18.91	股权分置限售股份	徐工集团
000528	柳 工	2009/3/19	185,991,339	39.21	39.21	股权分置限售股份	柳工集团
000680	山推股份	2009/5/29	38,088,611	6.37	5.02	股权分置限售股份	山工集团
000923	河北宣工	2009/5/5	18,157,833	20.63	9.17	股权激励限售股份	河北国有资产控股公司、福田汽车公司、华能财务公司
002097	山河智能	2009/6/22	41,667,892	26.05	15.19	首发股东限售股份	天和时代公司
		2009/12/22	72,705,840	45.46	26.51	首发股东限售股份	何清华
600031	三一重工	—	—	—	—	—	—
600169	太原重工	2009/12/29	66,600,000	34.77	14.91	定向增发机构配售股份	5 家基金
		2009/4/11	46,600,194	24.33	10.43	股权分置限售股份	大同齿轮集团、经贸资产经营公司
600335	鼎盛天工	2009/12/8	13,797,860	9.16	5	股权分置限售股份	天津工程建设研究院
600375	星马汽车	—	—	—	—	—	—
600710	常林股份	2009/5/9	130,759,202	36.79	26.89	股权分置限售股份	福马集团
600761	安徽合力	2009/10/28	109,546,364	44.28	30.69	股权分置限售股份	安叉集团
600815	厦工股份	2009/3/16	354,914,239	50.75	50.75	股权分置限售股份	厦工宇威

资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

由上表可见，除中联重科（000157）河北宣工（000923）、山河智能（002097）和太原重工（600169）以外，其余工程机械类上市公司解禁股基本都为大股东持有，减持套现压力并不明显。

七、行业估值与投资评级

目前，工程机械行业 09 年动态 PE 为 14 倍，合理估值应在 16-18 倍之间，给予行业“推荐”评级。我们坚持认为，一季度为 09 年全年行业业绩的相对低点，工程机械行业销售收入与盈利能力的大幅提升将有望重合出现在 09 年的二季度，届时行业景气度会出现明显提升。

八、风险因素

1、钢材涨价风险

直接钢材与间接钢材在工程机械产品生产总成本的比重较高，钢铁价格的剧烈波动将可能给公司业绩将造成较大的不确定性；

2、液压传动件进口依赖风险

行业原材料中液压传动基础件大量从国外进口，且进口液压件在工程机械产品生产总成本中的比例较高，部分公司达到 25%-28%，具有过度依赖进口的风险；

3、海外市场迅速萎缩风险

随着金融危机的蔓延，全球经济的逐步衰退，海外市场可能减少对工程机械产品的需求，从而影响我国工程机械产品的出口；

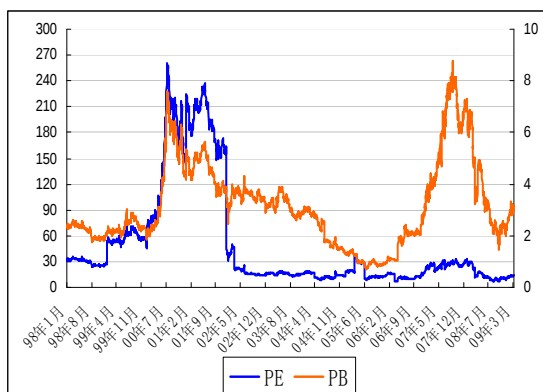
4、账款回收风险

目前工程机械行业产品销售多采取分期付款的方式，首付在 10%-50%不等，余款在 6-18 个月内付清，这部分未清余款可能会出现被拖欠的风险。

九、重点关注公司

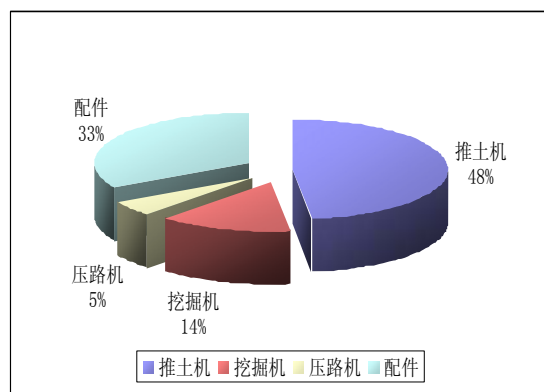
1、山推股份（000680）

图 23 近年公司 PE、PB 走势情况



资料来源：天相系统、浙商证券研究所

图 24 山推股份（000680）主营产品结构



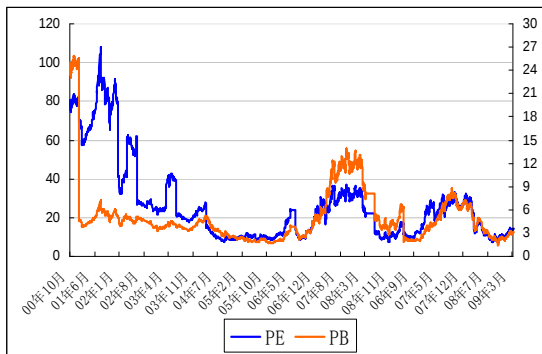
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

理由:

- 1、推土机行业毛利率 21%左右, 09 年直接受益于基建投资, 对房地产业依存度较低;
- 2、公司推土机 2008 年国内市场占有率第一, 约 52%, 龙头地位稳固;
- 3、09 年 5 月解禁 4918 万股, 均为大股东山东工程机械集团所有, 减持压力较小;
- 4、08 年公司出口业务增速达到 53.23%;
- 5、目前公司市盈率、市净率均处于历史较低水平, 公司 08 年 EPS 为 0.67 元, 预计 09 年 EPS 为 0.89 元, 合理估值为 14.24-16.02 元 (PE 为 16-18 倍), 目前股价对应 08-09 年动态 PE 为 17 倍、13 倍, 给予山推股份 (000680) “推荐” 评级。

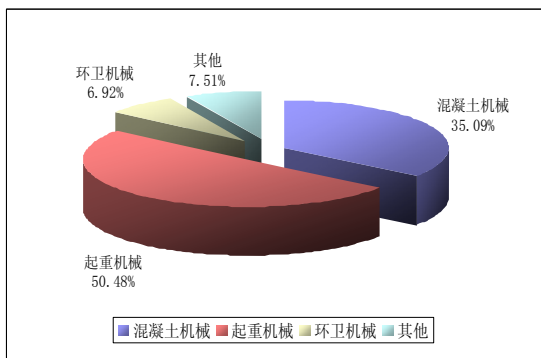
2、中联重科 (000157)

图 25 近年公司 PE、PB 走势情况



资料来源: 天相系统、浙商证券研究所

图 26 中联重科 (000157) 主营产品结构



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

理由:

- 1、起重机与混凝土机毛利率为 27%和 32%左右, 09 年受益于基建投资, 前者对房地产业依存度较低;
- 2、公司起重机 2008 年国内市场占有率第二, 约 30%, 仅次于徐工集团;
- 3、08 年公司出口业务增速接近 100%, 明显超过行业平均水平;
- 4、09 年 7 月解禁 58636 万股, 80%以上为大股东长沙建设机械研究院所有, 但需关注二股东雅卓集团减持情况;
- 5、目前公司市盈率、市净率均处于历史较低水平, 预计 08-09 年 EPS 可达 1.26 元和 1.58 元, 合理估值为 25.28-28.44 元 (PE 为 16-18 倍), 目前股价对应 08-09 年动态 PE 为 17 倍、13 倍, 给予中联重科 (000157) “推荐” 评级。

表 10 工程机械行业重点公司业绩预测与投资评级

股票代码	股票名称	投资评级		每股收益						市盈率		
		行业评级	公司评级	2007A	2008E	2009E	2009Q1E	2009Q2E	2009Q3E	2007A	2008E	2009E
002097	山河智能	推荐	中性	0.56	0.23	0.32	0.08	0.18	0.26	28.18	71.73	49.31
000157	中联重科		推荐	0.88	1.26	1.58	0.26	0.78	1.25	24.50	17.11	13.65
000680	山推股份		推荐	0.58	0.67 A	0.89	0.25	0.58	0.89	20.50	17.75	13.36
600031	三一重工		推荐	1.10	1.02	1.58	0.36	0.89	1.28	22.15	23.89	15.42
600169	太原重工		推荐	0.94	1.22 A	1.59	0.33	0.81	1.23	26.88	20.71	15.89
600815	厦工股份		中性	0.27	0.27 A	0.30	0.8	0.16	0.24	27.74	27.74	24.97

资料来源: 浙商证券研究所

研究员介绍:

史海昇: 计算机科学与技术专业本科, 世界经济学硕士, 2008 年加入浙商证券研究所, 现为机械与电力设备行业研究员, 拥有六年上市公司及证券行业从业经历。

投资评级的说明:

股票投资评级

- 强烈推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 中性:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 回避:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上;

行业投资评级

- 推荐:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数;
- 中性:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平;
- 回避:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数;

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有, 未经事先书面授权, 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“浙商证券”或“浙商研究”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。