

工程机械行业 (2009-3-26)



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

恢复需求，消化库存

——工程机械行业 09 年二季度投资策略

投资要点:

◇ 固定资产投资力度明显加大，我们认为：至少在二季度来看，FAI 力度有增无减，而价格水平尚未触底，因此，受流动性充裕及新开工项目投资增速较快的影响，FAI 实际增速仍有可能创出新高；政府预留了政策空间，“弹药充足”，随时可能推出新的经济刺激政策，后续地方债以及政策性贷款的推出，利于保证投资增速。

◇ FAI 结构分化带来驱动力强弱分化。房地产投资的强劲增长在 08 年年中达到阶段顶峰，1-2 月房地产开发完成投资增速下滑超出预期，行业仍然处于缓慢消化库存的低迷阶段。基建与采矿业投资加大，铁路运输业，道路运输业、采矿业 FAI 同比增长 210.1%、35.3%、25.8%。中期来看，随着去年四季度的中央新增投资的撬动，待房地产业快速回落完成触底反弹后的复苏，以及民间投资的逐步启动，FAI 有望完成驱动力的过渡。

◇ 销售的季节特征仍然存在，对于二季度，有利于缓解销售忧虑的因素包括：对于经济复苏预期的逐渐清晰、宽松流动性的支持、新一轮经济刺激计划“箭在弦上”、海外部分前期抑制的需求缓步释放。

◇ “去存货化”效果显现，但仍在继续：自去年 10 月开始，行业开始了“去存货化”进程。我们考察了已经公布 08 年报的部分上市公司并加以比较可以大致推测出，今年一季度大部分公司仍在经历着“去存货化”的历程，经过 2 个季度的努力，随着销量的上升、存货的消化，二季度有望迎来轻装上阵。

◇ 各子行业增长不一：我们预计混凝土机械在下半年走出低谷，竞争格局稳定且行业盈利水平较高，但全年难有超预期表现。挖掘机与推土机是相对看好、充满信心的两个行业。装载机行业的总体处于产能过剩与产品同质化的阶段，成本下降有利于利润率改善，但激烈竞争又制约了改善的空间。行业利润提升总体仍依赖于销量规模。起重机行业集中度相对较高，徐工的优势明显。

◇ 我们维持行业“强于大势”的投资评级，筛选业绩增长相对有保证的龙头公司作为投资标的，操作上波段操作更优于买入并持有的策略。推荐：山推股份（000680）、中联重科（000157）、徐工科技（000425）、三一重工（600031）。

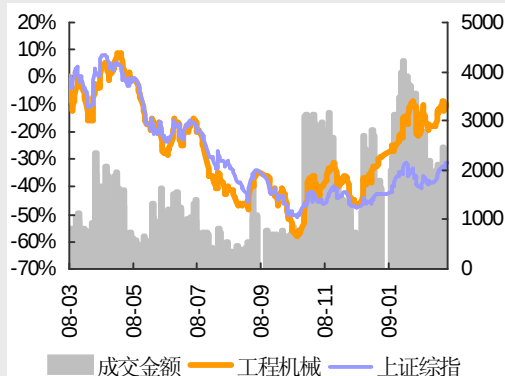
请务必阅读正文之后的重要声明

行业评级

强于大势(维持)

静态 PE (TTM, 倍): 24
动态 PE (倍): 15

行业表现



(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	2.2	40.5	-15.1
相对表现	-4.7	25.5	18.1

重点公司投资评价及盈利预测

公 司	评 级	2008	2009E	2010E
山推股份	推荐	0.67(A)	0.76	1.06
中联重科	推荐	1.06(E)	1.31	1.66
三一重工	推荐	0.91(E)	1.22	1.68
徐工科技	推荐	0.19(A)	1.45	1.72

褚 艳 辉

行业研究员

电 话: 021-32229888*3507

邮 箱: chuyanhuai@ajzq.com

相关报告

《基建投资加大 拉动土方机械 09 年增长》

2008-10-30

提高应对风险能力 加快行业调整振兴——
《装备制造业调整振兴规划》出台

2001-02-05

文字目录

一、固定资产投资力度超预期加大，但驱动力强弱分化明显.....	3
1、固定资产投资力度超预期加大.....	3
2、FAI 驱动力强弱分化明显.....	4
3、销售的季节特征仍然存在.....	7
4、“去存货化”效果显现，但仍在继续.....	8
二、行业需求的严峻程度已有改观.....	9
1、混凝土机械.....	10
2、挖掘机.....	10
3、推土机.....	12
4、装载机.....	12
5、起重机.....	13
三、投资策略.....	14

图表目录

图表 1: FAI 月度累计同比增长 (%)	3
图表 2: FAI 新开工项目计划累计总投资额.....	4
图表 3: FAI 新开工项目累计个数.....	4
图表 4: 08 年 FAI 行业构成.....	5
图表 5: 房地产开发投资增速大幅放缓.....	5
图表 6: 房地产开发投资占城镇 FAI 完成额比重 (%)	5
图表 7: 房地产开发投资完成额月度累计同比增长 (%)	6
图表 8: 铁路运输业 FAI 实际完成额累计同比增长 (%)	6
图表 9: 道路运输业 FAI 实际完成额累计同比增长 (%)	7
图表 10: 采矿业 FAI 实际完成额累计同比增长 (%)	7
图表 11: PMI 走势.....	8
图表 12: “去存货”路径.....	8
图表 13: 部分公司存货/总资产 (%)	9
图表 14: 混凝土机械月度累计产量及增幅.....	10
图表 15: 挖掘机月度销量.....	11
图表 16: 08 年挖掘机行业各品牌市场占有率变化 (%)	11
图表 17: 推土机月度销量.....	12
图表 18: 08 年推土机厂商市场占比.....	12
图表 19: 装载机月度销量.....	13
图表 20: 装载机厂商市场占比.....	13
图表 21: 汽车起重机月度累计销量及增幅.....	14
图表 22: 相关上市公司业绩预测与投资评级.....	15

一、固定资产投资力度超预期加大，但驱动力强弱分化明显

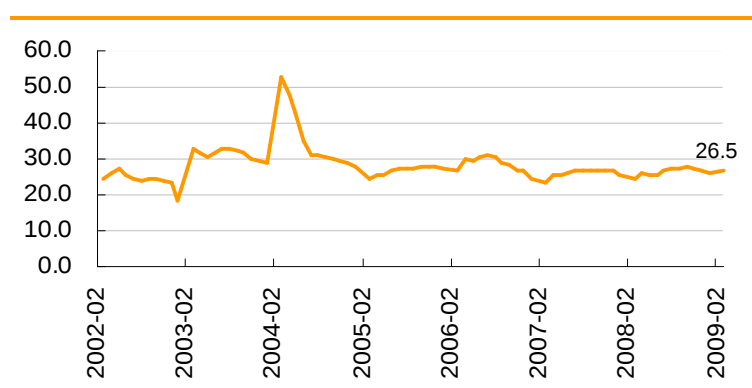
1、固定资产投资力度超预期加大

1-2 月，城镇固定资产投资（FAI）10276 亿元，同比增长 26.5%，增速较去年同期和 12 月分别加大 2.2 和 4.6 个百分点；若考虑价格因素，则实际增速达到 30.4%，远超预期。

我们预计：

- ◇ 至少在二季度来看，FAI 力度有增无减，而价格水平尚未触底，因此，受流动性充裕及新开工项目投资增速较快的影响，FAI 实际增速仍有可能创出新高
- ◇ 政府预留了政策空间，“弹药充足”，随时可能推出新的经济刺激政策，后续地方债以及政策性贷款的推出，利于保证投资增速

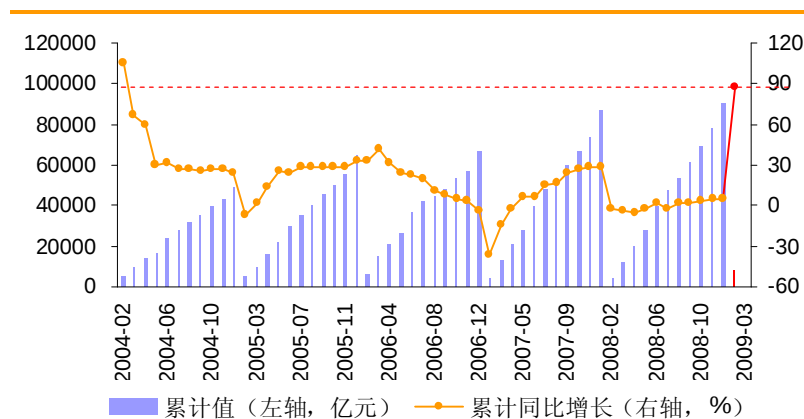
图表 1：FAI 月度累计同比增长（%）



（数据来源：统计局 爱建证券）

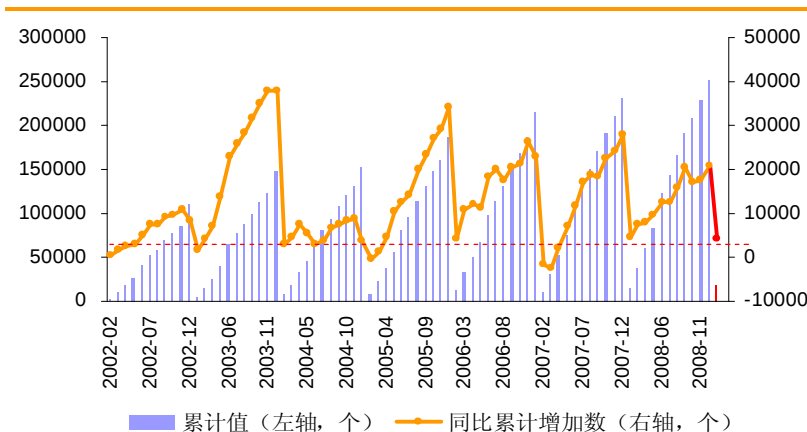
1-2 月，FAI 新开工项目计划投资 7437 亿元，为历年来最高，同比增长 87.5%；新开工项目 18533 个，比去年同期增加 4056 个，结束了自 08 年 7 月以来净增加个数减少的局面，大批项目开工显示了政府保增长的力度和决心。

图表 2: FAI 新开工项目计划累计总投资额



(数据来源: 统计局 爱建证券)

图表 3: FAI 新开工项目累计个数



(数据来源: 统计局 爱建证券)

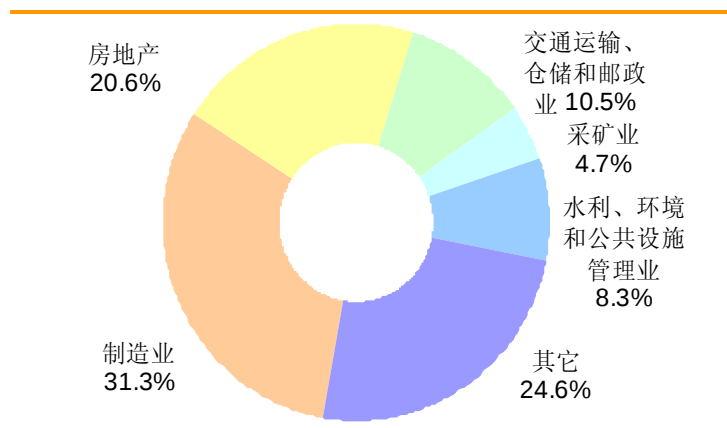
2、FAI 驱动力强弱分化明显

工程机械行业与 FAI 正相关, 特别是与新开工项目相关关系紧密。

行业下游需求主要包括三方面:

- ◇ 房地产
- ◇ 基础设施建设: 铁路、高速公路、市政工程(地铁、轨道交通、城市道路等)、港口、水利、电网等
- ◇ 采矿业: 煤、铁、有色金属等矿产资源开采

图表 4：08 年 FAI 行业构成



(数据来源：统计局 爱建证券)

(1) 房地产投资的强劲增长在 08 年年中达到阶段顶峰

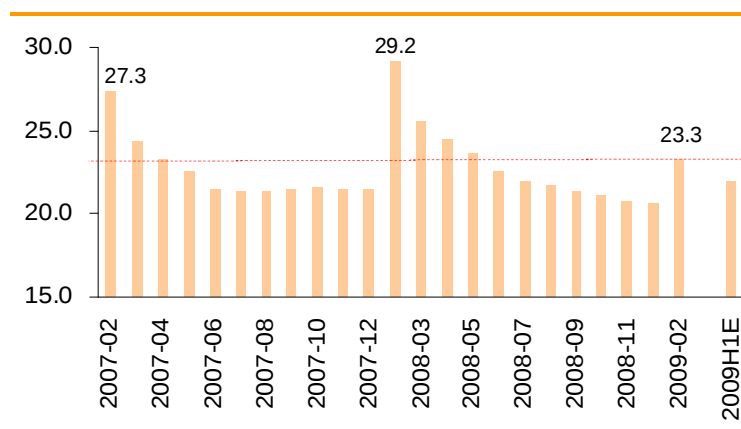
房地产投资增速仍在下滑。1-2 月房地产开发完成投资 2398 亿元，同比增长 1.0%，增速与去年同期和去年 12 月相比，分别下滑 31.9 和 9.6 个百分点。我国房地产业投资占 FAI 总额的基本维持在 1/5-1/4 左右，增速大幅下滑显示行业仍然处于缓慢消化库存的低速阶段。

图表 5：房地产开发投资增速大幅放缓

	2008 1-2 月	2009 1-2 月
城镇 FAI (亿元)	8121	10276
同比 (%)	24.3	26.5
其中：房地产开发 (亿元)	2374	2398
同比 (%)	32.9	1

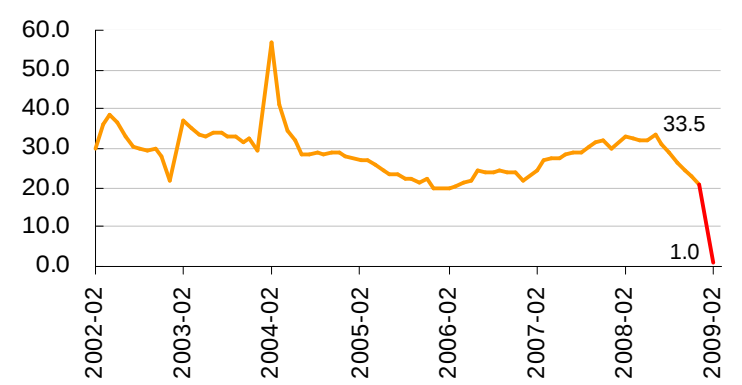
(数据来源：统计局 爱建证券)

图表 6：房地产开发投资占城镇 FAI 完成额比重 (%)



(数据来源：统计局 爱建证券)

图表 7：房地产开发投资完成额月度累计同比增长（%）



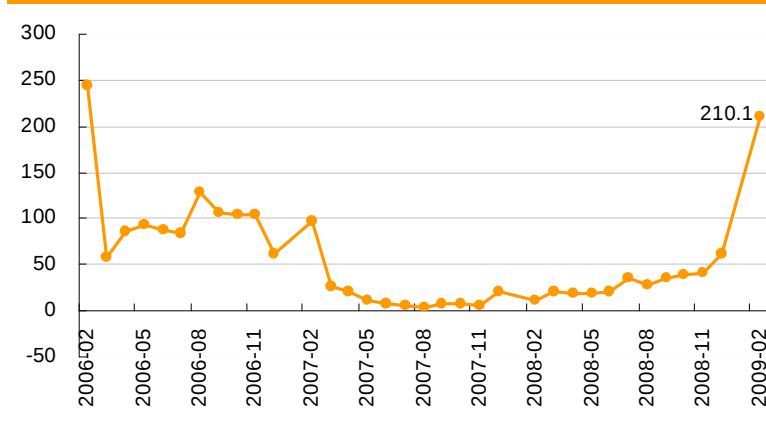
（数据来源：统计局 爱建证券）

房地产开发投资完成额的月累计同比增长在 08 年年中达到顶峰，1-6 月为 33.5%，达到本轮周期的高点，此后快速回落，全年为 20.9%，相当于 05 年末、06 年初的水平，但今年 1-2 月仅 1.0%，降幅远超我们的预期。

（2）基建与采矿业投资加大

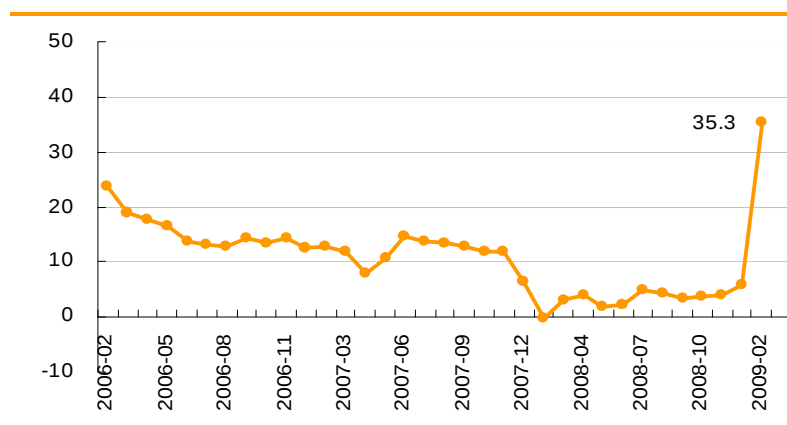
在房地产投资增速大幅下滑的背景下，铁路运输业，道路运输业、采矿业 FAI 分别为 342.53 亿元、491.95 亿元、277.45 亿元，同比增长 210.1%、35.3%、25.8%。

图表 8：铁路运输业 FAI 实际完成额累计同比增长（%）



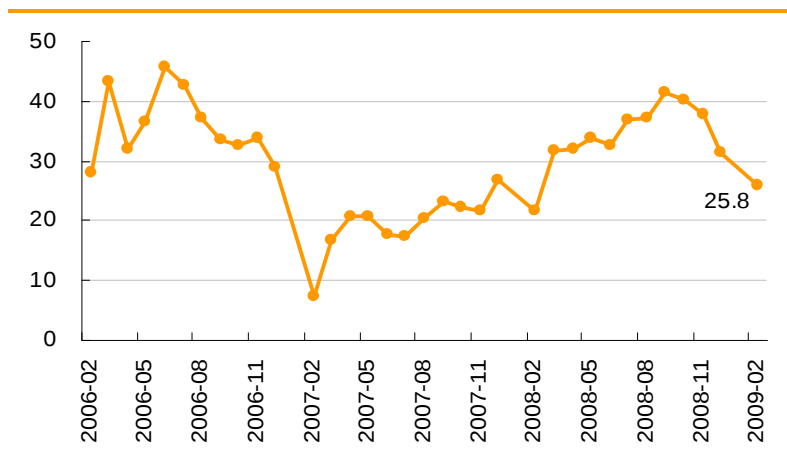
（数据来源：统计局 爱建证券）

图表 9：道路运输业 FAI 实际完成额累计同比增长 (%)



(数据来源：统计局 爱建证券)

图表 10：采矿业 FAI 实际完成额累计同比增长 (%)



(数据来源：统计局 爱建证券)

我们判断：中期来看，随着去年四季度的中央新增投资的撬动，待房地产业快速回落完成触底反弹后的复苏，以及民间投资的逐步启动，FAI 有望完成驱动力的过渡。

3、销售的季节特征仍然存在

根据以往经验，随着新开工项目的深入，3-5 月是销售旺季，销售收入占全年的 40%甚至更高，且上半年高于下半年；对于二季度，有利于缓解销售忧虑的因素包括：

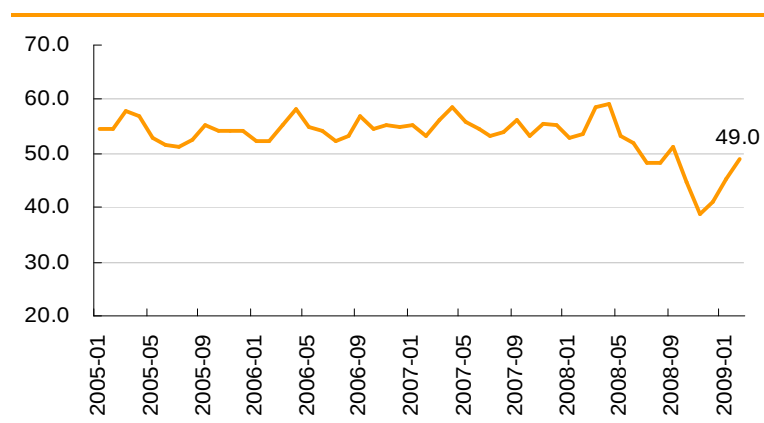
- ◇ 对于经济复苏预期的逐渐清晰
- ◇ 宽松流动性的支持：此前央行降息速度和力度超出预期，为公司的资产负债表和现金流量表的改善提供支持
- ◇ 新一轮经济刺激计划“箭在弦上”：如果 4 万亿投资拉动效应在一季度之后仍得不到明显体现，

影响“保8”目标的实现，政府很可能启动新一轮经济刺激计划，扩张政策将大幅加码

◇ 海外部分前期抑制的需求缓步释放：根据行业协会统计，08年10月起，现有订单的出口项目被推迟或取消的达30%左右，10月新订单数量同比下降50%，目前金融危机对工程机械行业的影响预期已基本消化

在财政状况相当稳健的基础上，政府雄心勃勃的财政刺激计划无疑会对总需求构成有一定力度的支持，需求在短期内再次快速下滑以及对企业形成冲击的可能性降低。

图表 11: PMI 走势



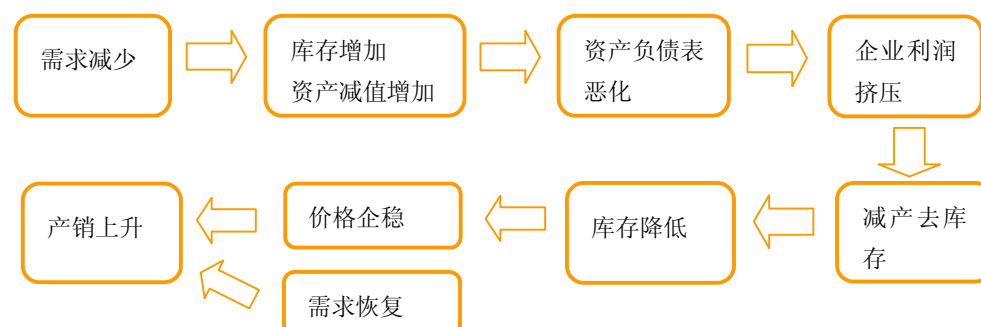
(数据来源：物流与采购联合会 爱建证券)

PMI 连续 3 月回升，其中，2 月生产、新订单、原材料库存分别较 1 月增长 5.70、5.40、1.70。

4、“去存货化”效果显现，但仍在继续

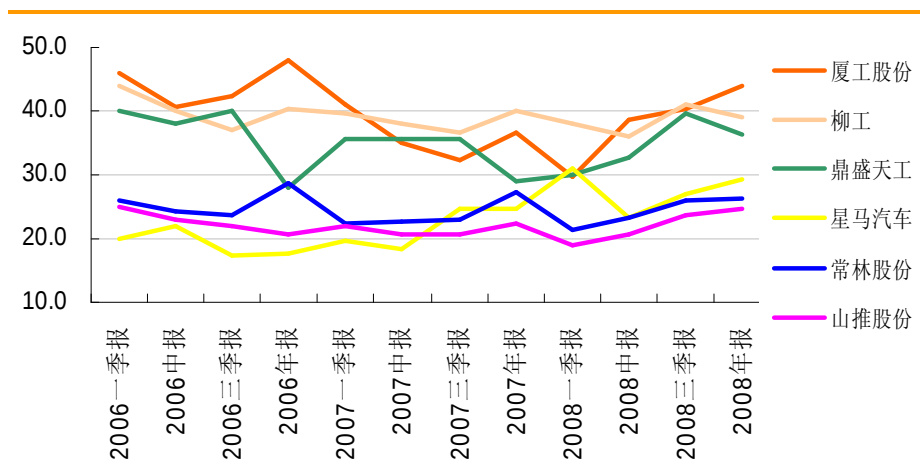
自去年 10 月开始，工程机械行业开始了“去存货化”进程。我们考察了已经公布 08 年报的部分上市公司，并比较四季度以及近三年存货情况：

图表 12: “去存货”路径



(数据来源：爱建证券)

图表 13：部分公司存货/总资产（%）



（数据来源：Wind 资讯 爱建证券）

◇ 总体来看，六家公司平均存货/总资产为 33.3%，比三季报时微升 0.3 个百分点，显示各家公司四季度在着力抑制存货上升；但却比 07 年提升了 3.3 个百分点，表明 08 年严峻形势导致存货明显高于 07 年

◇ 厦工、柳工的存货/总资产排在前列，这与装载机行业产能过剩有很大关系，一旦末端需求萎缩，则库存很容易上升，两家公司年末存货高达 21.8 亿、24.4 亿，占总资产的 44.1% 和 38.9%

◇ 柳工与常林股份（26.3%）的存货/总资产情况却好于 07 年，显示了两家公司良好的经营控制能力

◇ 山推股份存货/总资产一直保持较低水平（06、07、08 分别为 20.7%、22.4%、24.7%），这与推土机行业集中度高、公司市场占有率超过 50%、有较强的市场控制力不无关系

◇ 相比三季度，厦工与星马汽车的存货/总资产增幅靠前，增加 3.7 和 2.5 个百分点，星马汽车的出现并不意外，房地产开工的大幅下滑直接影响到的混凝土搅拌车和散装水泥车的需求

◇ 需要特别提出的是柳工，08 年末为 38.9%，好于 07 年和 08 年前三季度 1.1 和 2.2 个百分点，可见公司已经较早的意识到降低存货的重要性

据此，我们可以大致推测出，今年一季度大部分公司仍在经历着“去存货化”的历程，我们也相信，经过 2 个季度的努力，随着销量的上升、存货的消化，二季度有望迎来轻装上阵。

二、行业需求的严峻程度已有改观

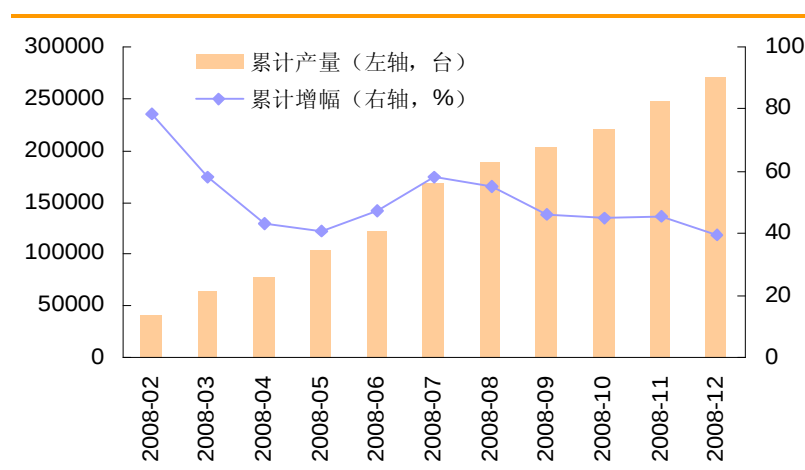
我们认为：相比去年同期，整体来看，工程机械行业的发展环境由“成本快速上涨、需求旺盛”

切换到“成本探底反弹、需求不振”的局面。

1、混凝土机械

混凝土机械需求有望触底。混凝土机械（散装水泥运输车、混凝土搅拌站、散装水泥车、混凝土泵车等）下游需求的超过 60% 依赖于房地产开发，因此，行业需求的关键指标是看房地产投资数据能否拐点向上。

图表 14：混凝土机械月度累计产量及增幅



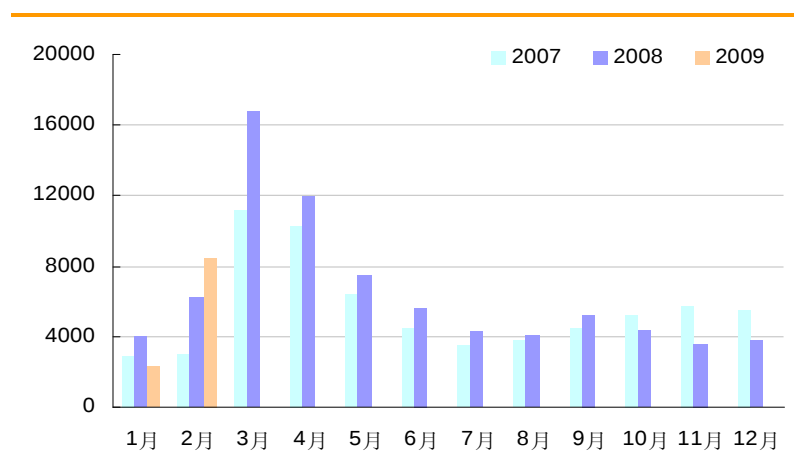
（数据来源：工程机械工业协会 爱建证券）

混凝土机械上市公司中，三一和中联占据市场约 85% 的份额。我们预计混凝土机械在下半年走出低谷，但全年难有超预期表现。

2、挖掘机

挖掘机械产品主要用于道路交通、高铁建设、土地开发、采矿、建筑施工、农田水利等基础设施建设，需求相对分散。挖掘机是高效的土石方施工机械，工程施工中 60% 的土方工程由挖掘机完成，产品正处于其生命周期的快速成长期。

图表 15: 挖掘机月度销量



(数据来源: 工程机械工业协会 爱建证券)

06-08 年增速为 64%、45%、16%。在 08 年前三季度依然保持 31.2% 的高增长势头, 但进入四季度负增长 30%。

挖掘机行业在经历了去年四季度各类负面因素的作用之后, 开始出现转好迹象, 1-2 月累计增长 5.8%, 我们对于国内挖掘机的增长依然充满信心。

长期来看, 各类基建保证了需求, 内资产品品质提高、性价比优势等对于外资品牌的替代; 短期来看, 经过几个月的调整, 待信心恢复之后, 压抑的需求可能迎来爆发式增长。

考察各个品牌的市场占有率变化, 内资品牌产品的替代性已经十分明显: 即使在整体销量下滑的四季度, 玉柴机器、三一重机、柳工机械市场占有率均实现了增长, 山河智能则基本持平。我们认为, 作为工程机械中进口替代作用最明显的机种, 对于二季度以至更长一段时间, 这一替代趋势都不会停止。

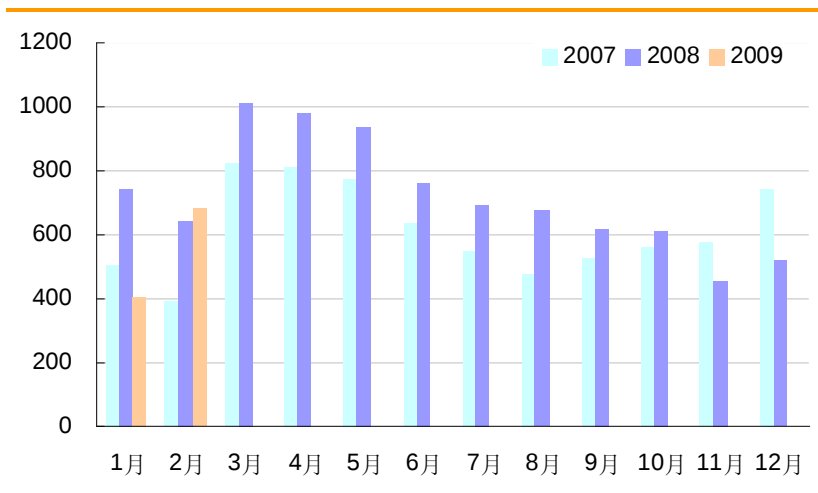
图表 16: 08 年挖掘机行业各品牌市场占有率变化 (%)

	08 全年	1-9 月	10-12 月	四季度相比全年增长
斗山中国	16.5	17.3	12.4	-4.9
小松中国	15.3	15.6	13.4	-2.2
日立中国	13.6	13.9	12.1	-1.8
玉柴机器	5.3	5.1	6.7	1.6
现代京城	5.4	5.6	4.7	-0.9
现代江苏	5.6	5.8	4.4	-1.4
卡特彼勒	10.4	11.1	6.4	-4.8
成都神钢	6.8	6.7	7.2	0.5
沃尔沃	3.3	3.4	2.5	-0.9
三一重机	4.2	3.7	6.8	3.1
柳工机械	3.3	2.9	5.4	2.5
山河智能	3.7	3.7	3.6	-0.1

(数据来源: 工程机械工业协会 爱建证券)

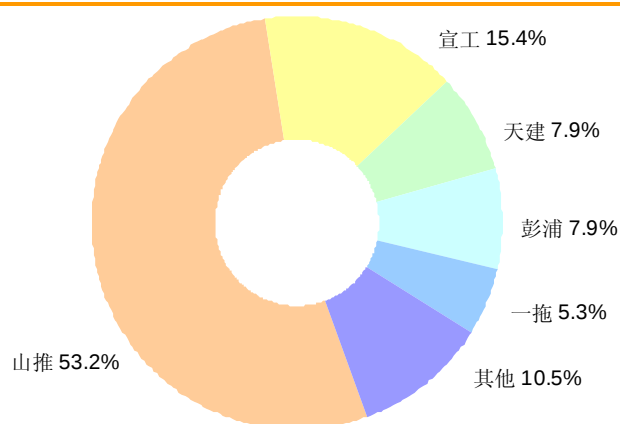
3、推土机

图表 17：推土机月度销量



(数据来源：工程机械工业协会 爱建证券)

图表 18：08 年推土机厂商市场占比

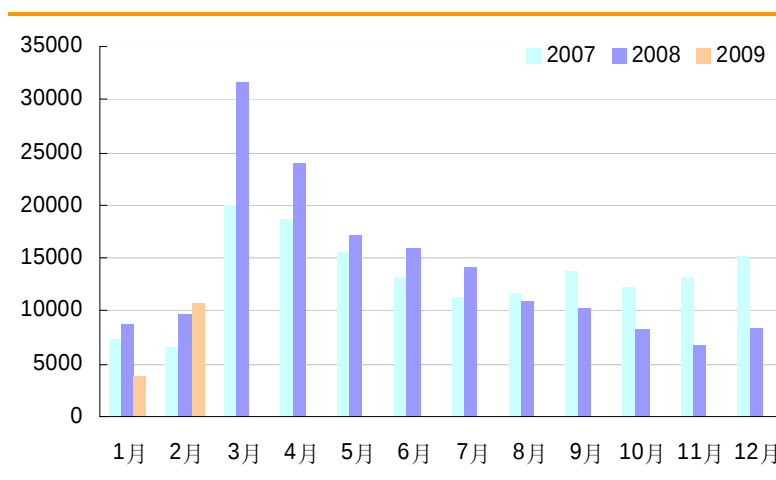


(数据来源：工程机械工业协会 爱建证券)

相对而言，推土机市场表现得波澜不惊，山推的龙头地位依然稳固。09 年 1-2 月行业销量 1086 台，同比下降 21.8%，但山推降幅为 15.7%，已经验证了我们前期的判断：公司的市场占有率进一步提高，有望达到 58%。

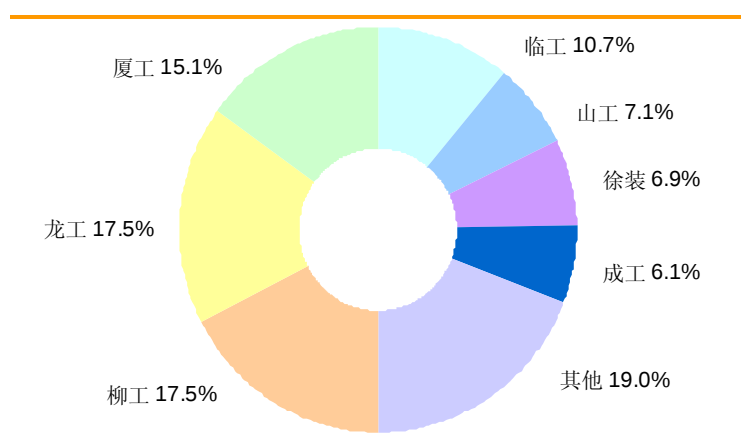
4、装载机

图表 19: 装载机月度销量



(数据来源: 工程机械工业协会 爱建证券)

图表 20: 装载机厂商市场占比



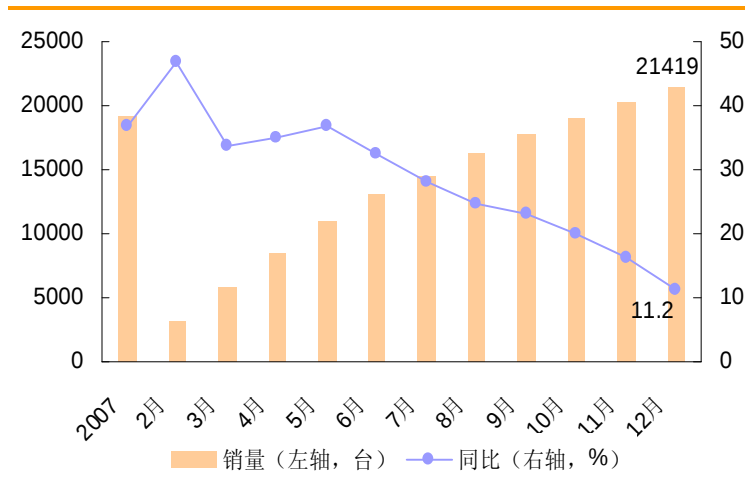
(数据来源: 工程机械工业协会 爱建证券)

我们维持对于装载机行业的总体判断: 行业处于产能过剩与产品同质化的阶段, 成本下降有利于利润率改善, 但激烈竞争又制约了改善的空间。行业利润提升总体仍依赖于销量规模。

在市场“糕蛋”不能扩大的情况下, 企业间的竞争往往愈发激烈, 而去年 3 月 31716 台的销量似乎难以跨越。预计二季度装载机销量低于去年 5% 左右, 除少数龙头公司外, 大部分公司压力巨大。

5、起重机

图表 21：汽车起重机月度累计销量及增幅



（数据来源：工程机械工业协会 爱建证券）

国内起重机行业集中度相对较高：近三年，轮式起重机（含汽车起重机、全路面起重机）、履带式起重机、随车起重机销量合计占有超过 95%以上的起重机市场份额；轮式起重机市场占有率前四位企业占据了全行业 85%以上的产品市场，并有逐年集中的趋势，徐工的销量占行业的 50%以上；履带式起重机市场呈现高集中度的特点，行业前四名几乎占据了整个市场份额；徐工的随车起重机的销量也占有市场 40%左右的份额。上市公司中，中联重科的汽车起重机和履带式起重机分别占有 20%和 10%的市场份额。

08 年，汽车起重机销量 21419 台（出口 3668 台），同比（19266 台）增长 11.2%；今年 1-2 月销售 2661 台，同比下降 15.2%，预计二季度销量与去年基本持平。

三、投资策略

工程机械行业自 08 年三季度以来的不景气，是国内外多种因素综合作用的结果，但我们相信，金融危机已是“完全信息”，经济向好才是长期趋势。

展望二季度，经济复苏特别是房地产行业的复苏需要一定的过程，尽管基建投资加大，但要实现带动整个工程机械行业的高速增长仍然有一定难度，因此，在行业难以看到爆发式增长的前提下，获取超额收益的难度加大，稳健的投资策略成为我们的首选。

我们维持行业“强于大势”的投资评级，筛选业绩增长相对有保证的龙头公司作为投资标的，操作上波段操作更优于买入并持有的策略。

推荐：山推股份（000680）、中联重科（000157）、徐工科技（000425）、三一重工（600031）。

图表 22：相关上市公司业绩预测与投资评级

代码	公司	评级	EPS (元)			PE (倍)		
			2008	2009E	2010E	2008	2009	2010
000680	山推股份	推荐	0.67(A)	0.76	1.06	17.9	15.7	11.3
000157	中联重科	推荐	1.06(E)	1.35	1.72	20.1	16.1	12.5
600031	三一重工	推荐	0.91(E)	1.22	1.68	26.0	19.4	14.1
000425	徐工科技	推荐	0.19(A)	1.45	1.72	141.5	18.5	15.6
600761	安徽合力	中性	0.55(E)	0.59	0.68	19.5	18.2	15.8
000528	柳工	中性	0.72(A)	0.78	0.9	21.3	19.6	17.1
600815	厦工股份	中性	0.27(A)	0.29	0.32	27.1	25.3	22.9
600710	常林股份	中性	0.11(A)	0.12	0.13	41.2	37.8	34.8
002097	山河智能	中性	0.18(A)	0.31	0.4	85.4	49.6	38.5

*以 3 月 26 日收盘价计算

(数据来源：爱建证券)

山推股份 (000680)：投资评级 “推荐”

推土机行业龙头，地位稳固，公司产品已连续 6 年实现销售收入、销售量、市场占有率、出口额、利润等“五个第一”，07、08 年公司市场占有率分别为 50.7%和 53.2%，今年 1-2 月已经达到 58.2%，规模效应明显。

公司多元化扩张增强抗风险能力，“拓展新业”成效显著，山推重工、山推楚天带来长期股权投资余额为 85346.4 万元，同比增长 19.42%；小松山推是投资收益的主要来源。公司还拓展道路机械、混凝土机械、叉业、装载机、挖掘机等新业，使其在 2012 年进入或接近国内行业前三位；未来逐步进入履带特种机械、循环利用、工程机械再制造产业。

公司目标在 2012 年推土机产销量要保持国内第一位、世界前三位，市场占有率国内保持在 50%，国际市场占有率达到 20%。

中联重科 (000157)：投资评级 “推荐”

工程机械行业龙头，主营涵盖混凝土机械、起重机械、路面机械、环卫机械，其中起重机械营收占比提升至 50%以上，增幅超过 70%，有利于缓解混凝土机械受到的影响；环卫机械在国内环卫市场占有率第一，但营收占比较小（7%左右）。起重机械、路面机械受益基建投资，回暖迹象明显。

按照公司构想，土方机械将是下一个重要增长点，与起重机械和混凝土机械构成“三足鼎立”局面。为此，国内最大的土方机械生产基地落户渭南高新区，该项目占地约 2000 亩，固定资产投资 11.2 亿元，项目建设周期两年，2011 年投入批量生产；预计 2016 年全部达产后实现 115 亿元的年产值，利润约 9 亿元。

请务必阅读正文之后的重要声明

15

国际市场上，随着 CIFA 收购的完成，国际市场销售渠道的进一步开拓完善，尽管短期内受金融危机冲击较大，但长期来看，混凝土机械将迎来一次飞跃。

三一重工（600031）：投资评级 “推荐”

国内混凝土机械行业龙头，混凝土泵车、混凝土输送泵和旋挖钻机市场占有率第一，混凝土机械占营收比重约 45%，与中联一起成为行业寡头。

大股东挖掘机资产注入后，对公司基本面产生较大的正面影响，销量增速远高于行业平均水平。09-11 年增厚 EPS0.24、0.28、0.31 元。

履带吊和旋挖钻高速增长超过预期，国内大规模铁路、公路建设带来强劲需求，09 旋挖钻销量有望增长 100%。

根据集团规划，混凝土搅拌运输车 and 汽车起重机业务将是后续注入的资产。

徐工科技（000425）：投资评级 “推荐”

大股东的徐重资产注入后，公司基本面发生根本改变，该部分也是集团的最优质资产，08 年销售收入 150 亿元，出口占同类产品的 73%。由于国内起重机行业集中度相对较高，徐工轮式起重机的销量一直占行业的 50%以上，也是国际起重机市场重要基地。

徐工汽车 09 年预计亏损 2860 万，由于中重卡产品线比较完善，而公司在汽车底盘制造领域有技术优势，因此可以实现资源共享及整体协同效应，有利于重型汽车的发展，预计在 2010 年出现增长。

后续资产注入甚至整体上市仍有可能。徐工集团 08 年营收突破 400 亿元大关，居行业首位，出口超 8 亿美元，同比增长 43%，起重机、装载机、压路机、平地机等主机自营出口持续保持了行业第一。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。