

[2009.04.15]

攻防角度选标的

——机械行业二季度投资策略

吕娟

021-38676139

lvjuan@gtjas.com

行业中有机会的公司分为三类，分别对应防御型投资策略、进攻型投资策略、攻防兼备性投资策略。

本报告导读：

投资要点：

- 2008 年宏观经济经历前高后低，冰火两重天，各国政府纷纷采取方案刺激经济。2009 年至今，多项经济指标出现好转：PMI 回升、基建投资高增、出口降幅收窄等。在此背景下，预计经济严冬已过，接下来即使不是春天，也不会是寒冬。
- 比较机械主要子行业 2008 年和 2009 年前两月的收入增速，发现：**船舶**受益手持订单充足与前期的产能扩张，维持高增长，傲视群雄；**农机**受益旱灾、补贴政策，增长较快；**采矿采石设备**，受益资源采掘，增长较快；**冶金设备**受益下游投资惯性，增长较快；**环保设备**受益越来越严格的环保政策，增长较快；**集装箱**受全球经济衰退冲击，大幅负增长；**工程机械**受房地产投资增速下降和出口拖累，增速大幅放缓；**轴承**受主机销量下降，出现负增长；**机床**受下游制造业投资和产能扩张放缓影响，金属切削机床子行业出现负增长，金属成形机床子行业增速大幅下降。
- 针对机械行业出现的复杂变化，可以将行业内有机会的公司分为三类。一、手持订单充足，业绩比较确定的防御型公司，具体包括（1）与资源采掘或者新能源相关的重型机械公司，重点关注太原重工、天地科技、华锐铸钢、天马股份；（2）受益除尘脱硫环保政策的环保设备公司，重点关注龙净环保。二、业绩存在不确定性，但是当经济恢复，弹性大的进攻型公司，具体包括（1）下游是强周期性行业的公司，重点关注东力传动、海陆重工；（2）工程机械中出口占比较高的公司，重点关注中集集团、徐工科技、安徽合力、山推股份。三、手持订单充足，但是业绩存在不确定性，一旦当影响业绩确定性的因素消除或者减弱后，存在超预期可能，这类公司称之为攻防兼备型公司，重点关注中国船舶、振华港机。
- 上述三类公司分别对应防御型投资策略、进攻型投资策略、攻防兼备型投资策略。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

工程机械	中性
环保设备	增持
机床	中性
重型机械	中性
船舶	中性
轴承	中性
集装箱	中性

公司评级

太原重工	谨慎增持
天地科技	谨慎增持
华锐铸钢	谨慎增持
天马股份	谨慎增持
龙净环保	增持
东力传动	谨慎增持
海陆重工	中性
中集集团	谨慎增持
徐工科技	增持
安徽合力	谨慎增持
山推股份	谨慎增持
中国船舶	谨慎增持
广船国际	中性
振华港机	谨慎增持
三一重工	谨慎增持
中联重科	谨慎增持
柳工	谨慎增持
昆明机床	中性
秦川发展	中性
华东数控	中性
沈阳机床	中性
法因数控	中性
科达机电	中性

相关报告

装备制造业后续政策值得期待	(09.02.05)
高新技术企业重认定带来投资机会	(08.12.25)
政府积极政策累积效果值得关注	(08.12.23)

目 录

1. 宏观环境：严冬已过	3
2. 2008 年全年和 2009 年前两月主要子行业运行比较	4
3. 投资思路	6
4. 防御型投资策略选择	6
4.1. 与资源采掘或者新能源相关的重型机械公司	6
4.1.1. 与资源采掘相关的重型机械公司	6
4.1.2. 与新能源相关的重型机械公司	7
4.2. 受益除尘脱硫环保政策的环保设备公司	7
5. 进攻型投资策略选择	8
5.1. 下游是强周期性行业的公司	8
5.2. 出口占比较高的公司	8
5.2.1. 中集集团	8
5.2.2. 工程机械行业中出口占比较高的公司	9
6. 攻防兼备型投资策略选择	10
6.1. 中国船舶	10
6.2. 振华港机	11

1. 宏观环境：严冬已过

2008 年上半年，国家宏观经济政策的重点依然是防止通货膨胀，与此相应的是维持 2007 年以来的紧缩性货币政策。2008 年下半年，仿佛突然间，由美国引起的次债危机传导到国内，7 月 CPI 出现回落，9 月 PPI 出现回落，11 月当月出口额同比出现负增长。随着经济形势的急剧变化，保增长促发展成为政策重点，与此相应的是货币政策开始放松，2008 年下半年央行 5 次下调基准利率，11 月初宣布推出四万亿经济刺激计划。

在积极的货币政策和财政政策刺激下，基建投资不断加速，2009 年 2 月交通运输业投资同比增长达到 63.6%，尽管同期房地产业投资同比增长只有 4.9%，但是在基建投资的拉动下，固定资产投资依然保持 26% 以上的增速。作为先行指标的制造业 PMI，2009 年 3 月也超过了 50%。美国、日本、欧元区的 PMI 近期也都呈现触底回升的态势，2009 年 3 月我国当月出口商品总额同比降幅开始缩小，机电产品出口降幅同样也开始缩小。

综合内外宏观经济形势，预计严冬已过，接下来即使不是春天，也不会是寒冬。

图 1：2008 年 CPI、PPI 与 GDP 增速前高后低

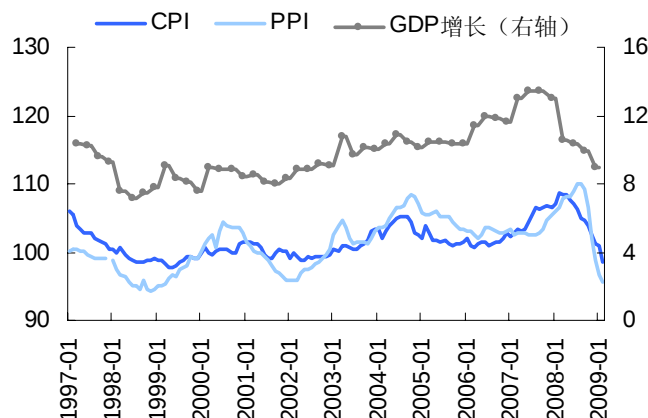


图 2：一年期贷款利率调整路径

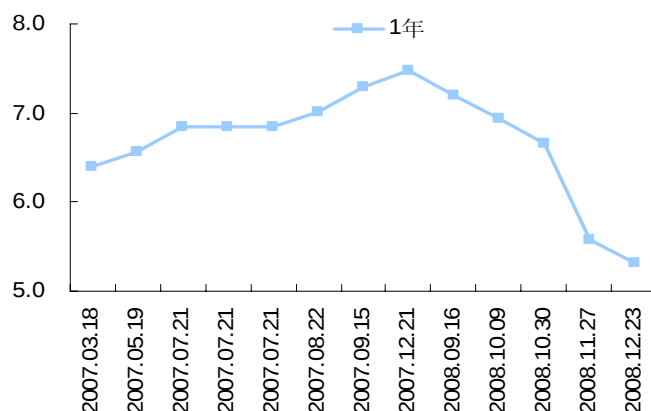


图 3：2009 年初固定资产投资增速情况

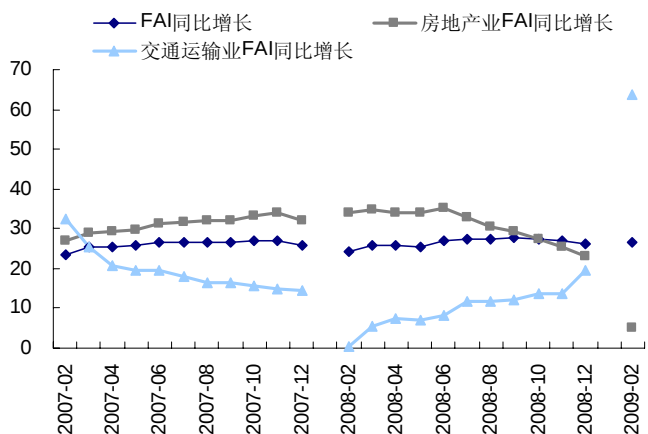
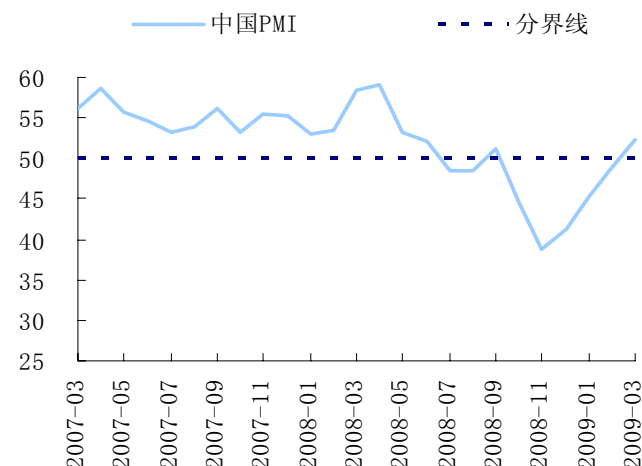


图 4：2009 年 3 月中国制造业 PMI 超过 50%



数据来源：中经网、WIND、国泰君安证券

图 5: 主要经济体制造业 PMI 触底回升

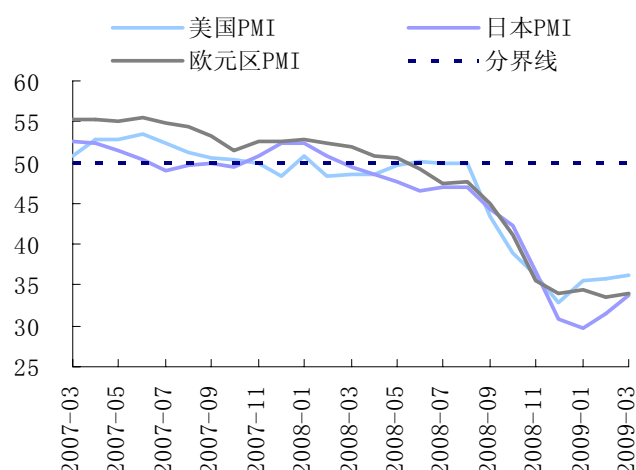


图 6: 2009 年 3 月当月出口降幅收窄 (亿美元, %)

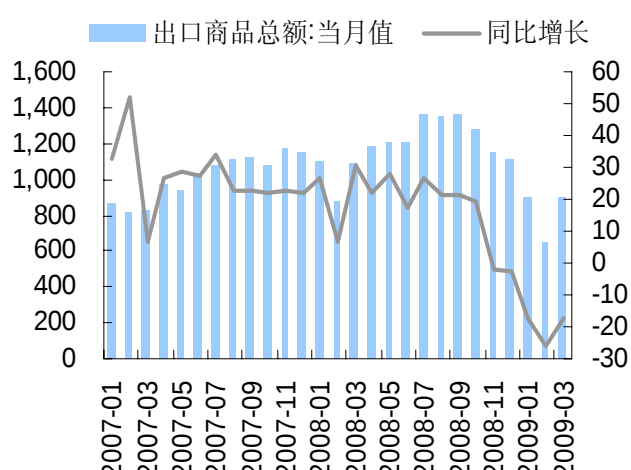


图 7: 2009 年 3 月机电产品当月出口降幅收窄

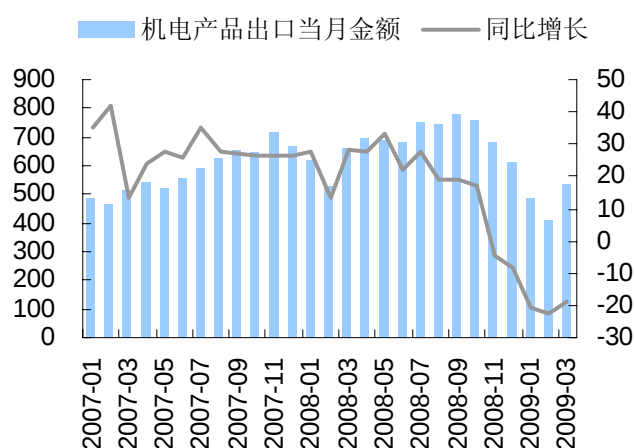
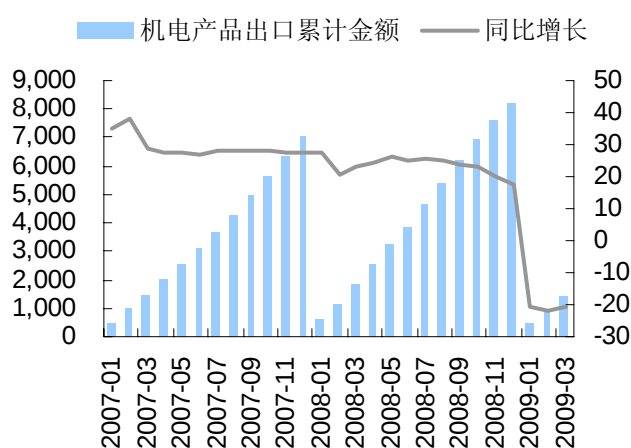


图 8: 2009 年 3 月机电产品累计出口降幅收窄



数据来源: 中经网、国泰君安证券

2. 2008 年全年和 2009 年前两月主要子行业运行比较

2008 年 13 个主要子行业按收入增长由高到低顺序排列, 分别为: 金属船舶、采矿采石设备、农机、工程机械、冶金设备、铁路车辆、齿轮传动驱动部件、环保设备、轴承、金属成形机床、金属切削机床、内燃机及配件、集装箱。

2009 年前两月 13 个主要子行业按收入增长由高到低顺序排列, 分别为: 金属船舶、农机、采矿采石设备、冶金设备、环保设备、铁路车辆、金属成形机床、齿轮传动驱动部件、工程机械、金属切削机床、轴承、内燃机及配件、集装箱。

比较 13 个主要子行业 2008 年全年和 2009 年前两月收入增长排名, 发现: (1) 排名没有变化的子行业有 4 个, 分别为金属船舶、铁路车辆、内燃机及配件、集装箱, 其中金属船舶收入增速保持第一; 铁路车辆收入增速保持行业中等水平; 而内燃机及配件、集装箱收入增速分别排名倒数第二、倒数第一。(2) 排名发生微小变化的子行业有 5 个, 分别为农机、冶金设备、金属切削机床、采矿采石设备、

齿轮传动驱动部件，其中前3个排名均上升1位，后2个排名均下降1位。(3)排名发生较大变化的子行业有4个，分别为环保设备、金属成形机床、轴承、工程机械，其中前两个排名均上升了3位，后两个排名分别下降2位、5位。

子行业增速排名的变化，可以用基本面解释：船舶受益手持订单充足和前期产能扩张，收入维持高增长，傲视群雄；农机受益旱灾、补贴政策，增长较快；采矿采石设备，受益资源采掘，增长较快；冶金设备受益下游投资惯性，增长较快；环保设备受益越来越严格的环保政策，增长较快；集装箱受全球经济衰退冲击最大，大幅负增长；工程机械受房地产投资增速下降和出口拖累，增速大幅放缓；轴承受主机销量下降，出现负增长；机床行业受下游制造业投资和产能扩张放缓影响，金属切削机床子行业出现负增长，金属成形机床子行业增速大幅下降。

图 9：2008 年主要子行业销售收入增长排序

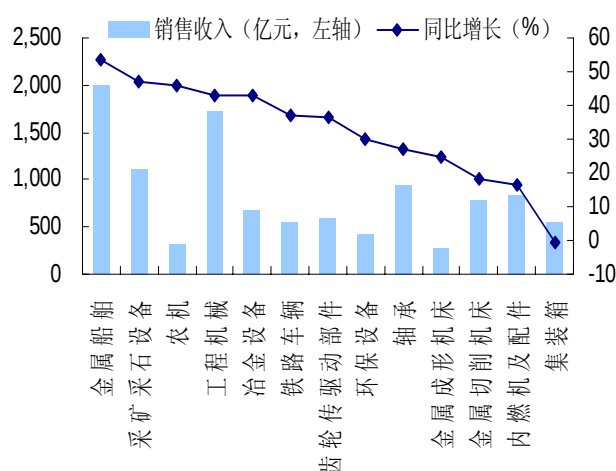


图 10：2009 年前两月主要子行业销售收入增长排序

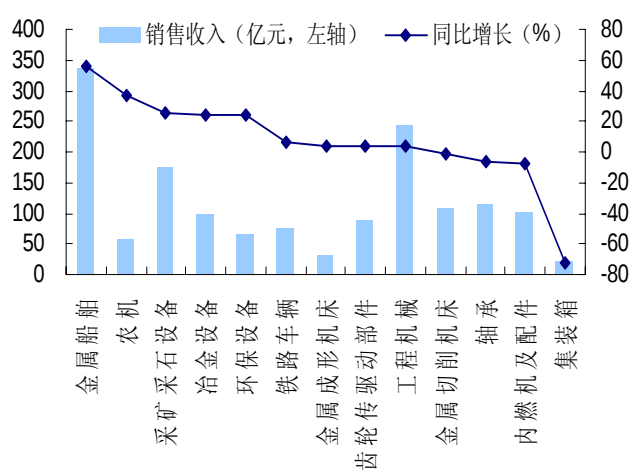


图 11：2008 年和 2009 年前两月收入增长排名

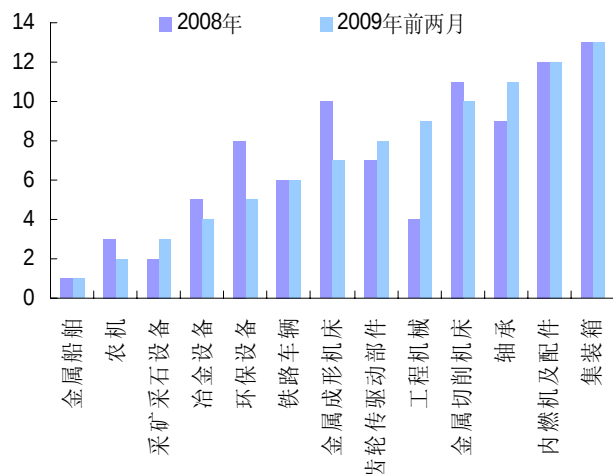
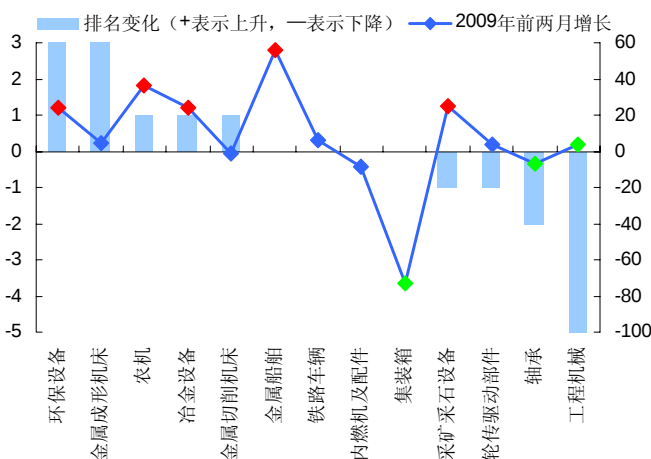


图 12：2009 年前两月增长排名较 2008 年变化情况



数据来源：中经网、国泰君安证券

3. 投资思路

针对机械行业出现的复杂变化，可以将行业内有机会的公司分为三类。

一、手持订单充足，业绩比较确定的防御型公司，具体包括（1）与资源采掘或者新能源相关的重型机械公司，重点关注太原重工、天地科技、华锐铸钢、天马股份；（2）受益除尘脱硫环保政策的环保设备公司，重点关注龙净环保。

二、业绩存在不确定性，但是当经济恢复，弹性大的进攻型公司，具体包括（1）下游是强周期性行业的公司，重点关注东力传动、海陆重工；（2）工程机械中出口占比较高的公司，重点关注中集集团、徐工科技、安徽合力、山推股份。

三、手持订单充足，但是业绩存在不确定性，一旦当影响业绩确定性的因素消除或者减弱后，存在超预期可能，这类公司称之为攻防兼备型公司，重点关注中国船舶、振华港机。

上述三类公司分别对应防御型投资策略、进攻型投资策略、攻防兼备型投资策略。

4. 防御型投资策略选择

4.1. 与资源采掘或者新能源相关的重型机械公司

4.1.1. 与资源采掘相关的重型机械公司

尽管资源价格已从高点回落，但因为投资惯性，2009年2月采矿业（除石油天然气的开采）固定资产投资同比增速创出75%的新高，其中煤炭开采及洗选业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业固定资产投资同比增长分别高达60%、102%、84.3%。受益资源采掘的重型机械公司主要有太原重工和天地科技。

图 13: 采矿业投资及增长（亿元，%）

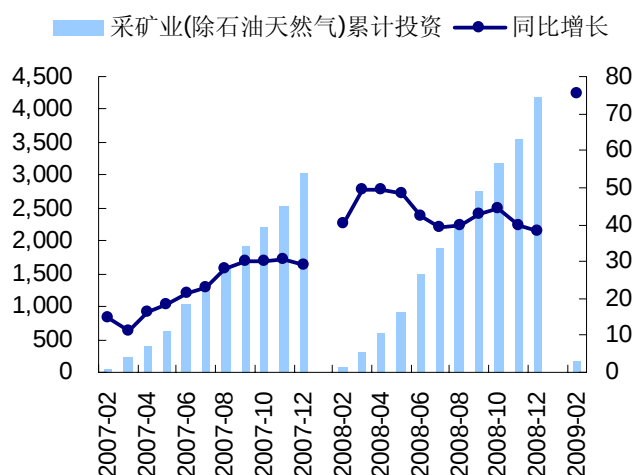
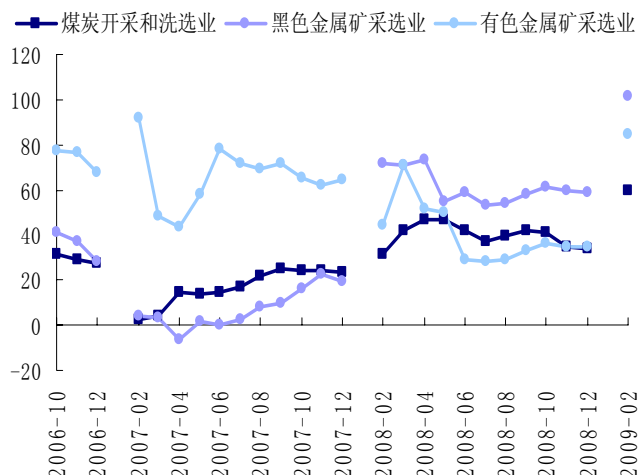


图 14: 主要采矿业子行业投资增速均处于高位（%）



数据来源：中经网、国泰君安证券

太原重工受益于下游冶金、矿山等行业的投资惯性，手持订单充足，09年排产基本可以得到保证。公司天津临港基地建成后相当于再造一个太重，而且公司风电

增速器和煤化工设备，受益新能源和煤化工，中长期发展前景值得期待。预计公司 2009-2011 年 EPS 为 1.22、1.42、1.65 元，目前价格对应 2009 年 20 倍左右 PE，谨慎增持。

天地科技受益下游煤炭开采业的投资惯性，手持订单充足，09 年基本有保障。预计公司 2009-2011 年 EPS 为 0.91、0.98、1.01 元，目前股价对应 2009 年 20 倍左右 PE，谨慎增持。

4.1.2. 与新能源相关的重型机械公司

根据调整后的能源发展规划，预计到 2020 年国内核电装机容量接近 8000 万千瓦，较 2007 年《核电中长期发展规划》4000 万千瓦翻一番，设备总投资约 4000~5000 亿；2020 年风电装机容量将达到 1 亿千瓦，大大超出 2007 年《可再生能源中长期发展规划》提出的 2020 年 3000 万千瓦的水平，预计设备总投资 5000~7000 亿。

上市公司中与核电风电建设相关的公司有华锐铸钢、海陆重工、东力传动、轴研科技、方圆支承、天马股份、太原重工，根据核电风电设备占比，重点关注华锐铸钢、天马股份。

华锐铸钢生产大型铸锻件，产品包括电站铸件、重型机械铸件、船用铸件等，预计 2009 年风电铸锻件收入占比达 60%左右；另有核电常规岛铸件处于试制阶段，未来增长可期。预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.95、1.24、1.61 元，目前股价对应 2009 年 28 倍左右 PE，谨慎增持。

天马股份风电轴承生产规模不断扩大，且产品种类不断升级，加之收购齐重数控后，公司成为风电轴承和重型机床行业的双龙头，预计 2009-2011 年 EPS 分别为 1.15、1.60、2.00 元，目前股价对应 2009 年 30 倍左右 PE，不过公司成长性较好，谨慎增持。

4.2. 受益除尘脱硫环保政策的环保设备公司

我国大气污染防治政策的重点是除尘脱硫政策，目前除尘脱硫行业有两个利好因素：（1）国家开始重视非火电脱硫，脱硫行业的下游扩展到钢铁、有色等非火电行业；（2）烟尘排放标准正逐步提高，除尘器存量市场面临大规模改造需求。

上市公司中涉及除尘脱硫业务的公司主要有龙净环保、菲达环保，建议重点关注龙净环保。

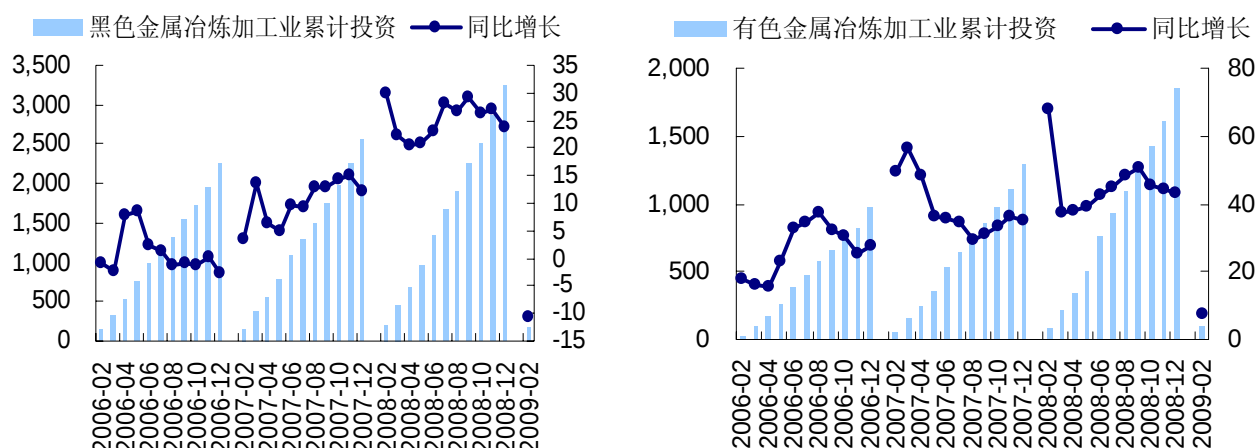
龙净环保凭借自身的技术和成本控制优势，除尘业务连续六年居行业龙头地位；脱硫业务全国增长最快，2008 年行业排名由第六升至第四。公司手持订单 60 亿元左右，订单排至 2010 年。公司未来增长依靠原有市场份额的提升、非火电脱硫市场和海外总包市场的开拓，预计 2009-2011 年公司 EPS 分别为 1.41、1.72、2.03 元。增发后全面摊薄的 EPS 分别为 1.05、1.28、1.51 元，目前股价对应 2009 年 20 倍左右 PE，增持。

5. 进攻型投资策略选择

5.1. 下游是强周期性行业的公司

随着经济增速放缓，强周期的钢铁有色行业固定资产投资增速出现大幅回落，导致上游机械设备公司的需求下降。但是反之，经济回暖时，钢铁有色类强周期性行业的固定资产投资反弹力度也会较大。

图 15: 黑色金属冶炼加工业投资情况 (亿元, %) 图 16: 有色金属冶炼加工业投资情况 (亿元, %)



数据来源：中经网、国泰君安证券

建议关注东力传动和海陆重工。这两个公司的共同特点是下游主要集中在强周期性行业，未来业绩存在不确定性。此外，他们都存在与新能源相关的业务：东力传动正在研制风电齿轮箱，预计 2009 年 6 月出样；海陆重工还从事核电设备业务，2009 年核电设备业务贡献的收入和利润占比估计分别为 3%、7%。

预计东力传动 2009-2010 年 EPS 分别为 0.64、0.86、1.18 元，目前股价对应 2009 年 20 倍 PE，谨慎增持。

预计海陆重工 2009-2011 年 EPS 分别为 0.83、1.08、1.31 元，2009 年业绩主要靠宁煤近 5 亿的压力容器订单支撑。目前股价对应 2009 年 29 倍 PE，基本到位，中性评级，但是建议关注核电设备业务拓展，逢低买入。

5.2. 出口占比较高的公司

5.2.1. 中集集团

经济衰退，最先受到冲击的就是集装箱贸易，中集集团自 2008 年第四季度明显感到变化，干货集装箱新订单几乎突然消失，工厂基本处于停产或半停产状态。

我们认为，集装箱行业正在筑底，当全球经济反弹时，中集集团的反弹力度将会更大，因此建议关注中集集团。目前股价仅对应 1.8 倍 PB，谨慎增持。

图 17: 沿海集装箱吞吐量大幅下降 (%)

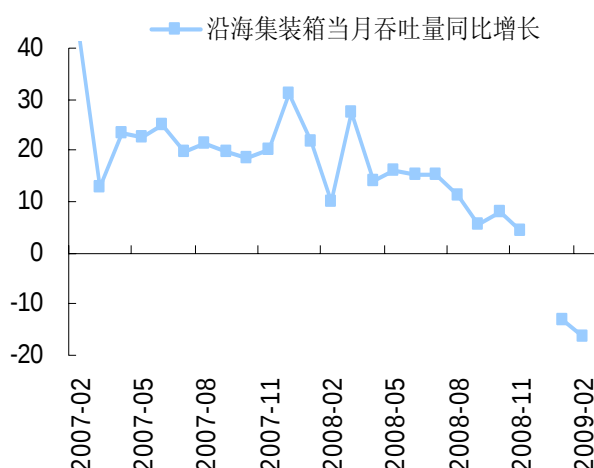


图 18: 集装箱行业经济运行形势急转直下 (亿元, %)

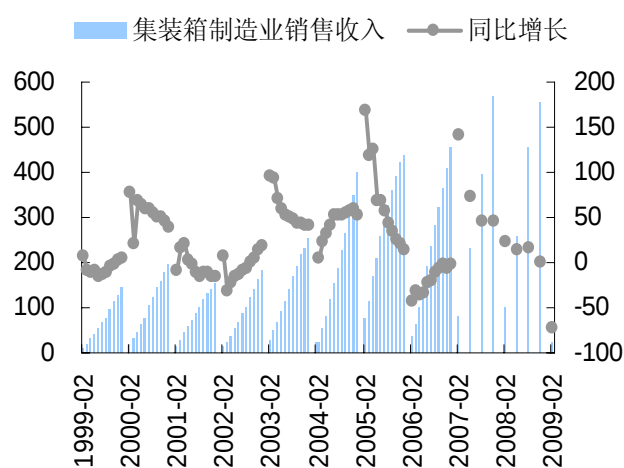


图 19: 集装箱出口量大幅下降 (个, %)

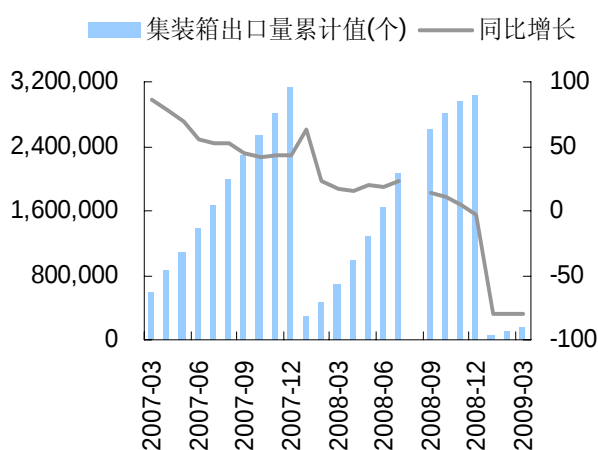
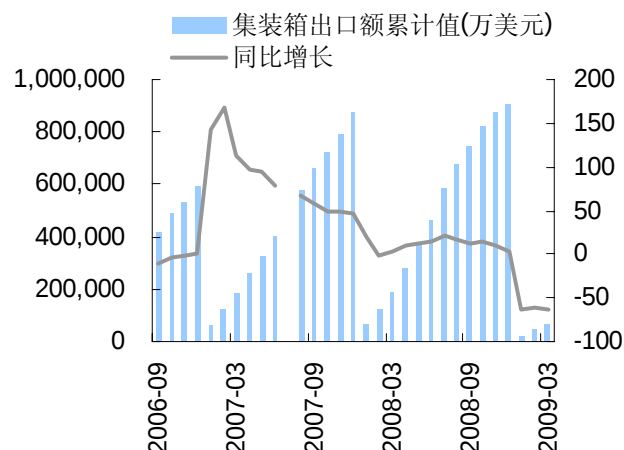


图 20: 集装箱出口额大幅下降 (万美元, %)



数据来源: 中经网、国泰君安证券

5.2.2. 工程机械行业中出口占比较高的公司

2009 年 2 月, 工程机械行业累计出口额下滑 30% 左右, 行业中出口占 30% 左右的公司主要是徐工科技、安徽合力、山推股份。目前安徽合力和山推股份的出口情况都很不乐观。但我们认为出口低迷不会持续很久, 当主要经济体需求回暖后, 这些公司会优先受益。

现在美欧日制造业 PMI 都在触底回升, 建议在接近 50% 时, 重点关注徐工科技、安徽合力、山推股份, 他们的业绩有超预期的可能。

图 21: 工程机械行业出口收入大幅下滑

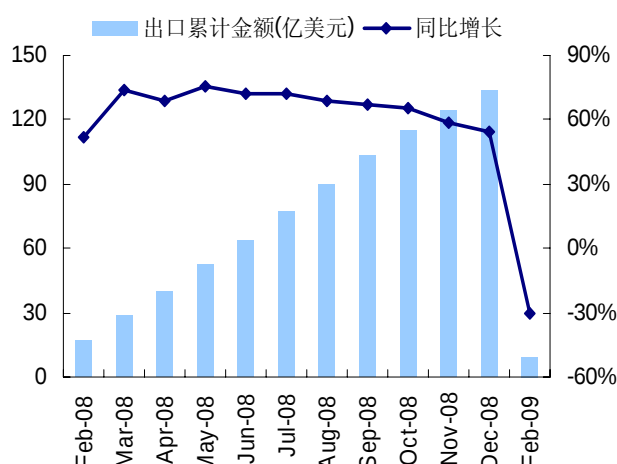
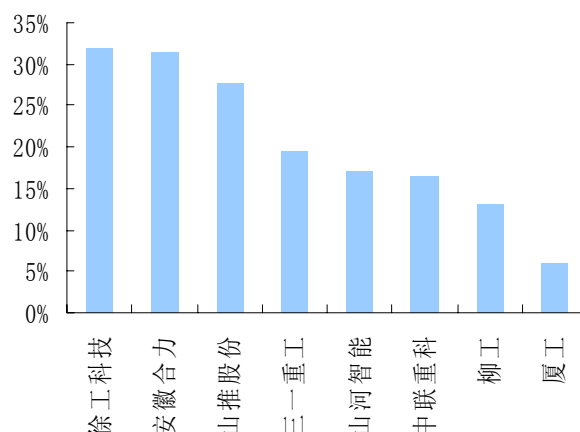


图 22: 主要工程机械公司出口收入占比



数据来源: 中经网、公司财报、国泰君安证券

6. 攻防兼备型投资策略选择

6.1. 中国船舶

市场对于中国船舶的担忧是: 随着次债危机爆发, 造船业新接订单量放缓, 船价下跌, 船舶撤单和延期交付情况可能会越来越严重。

图 23: 新接订单放缓

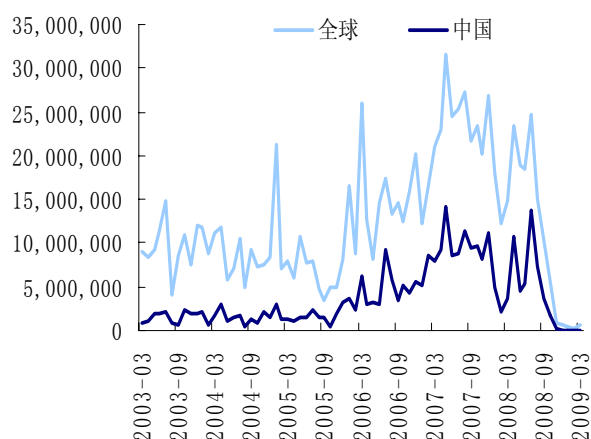
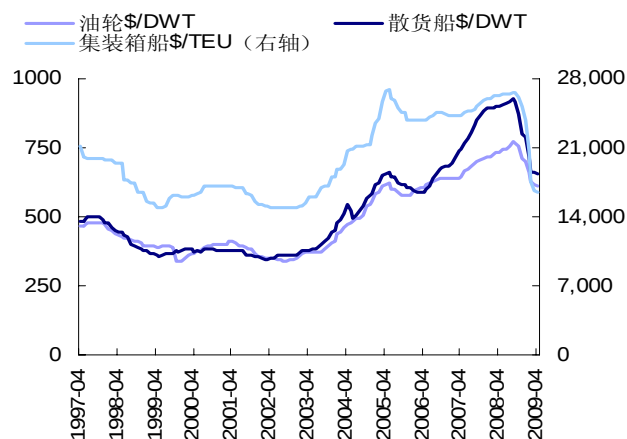


图 24: 新造船价格下降



数据来源: 克拉克松、国泰君安证券

事实情况是, 2008 年 10 月至 2009 年 2 月, 中国遭遇船舶撤单 110 艘、274 万 DWT, 仅占手持订单的 1.4%, 而中国船舶目前尚没有撤单情况。更重要的是, 撤单毕竟是少数, 手持订单相对于产能来讲, 依然相当充足, 未来 2-3 年的接单已满。只要经济在 2012 年前企稳, 市场就不必过分担心船舶的后续订单。

图 25: 全球手持订单相对产能相当充足

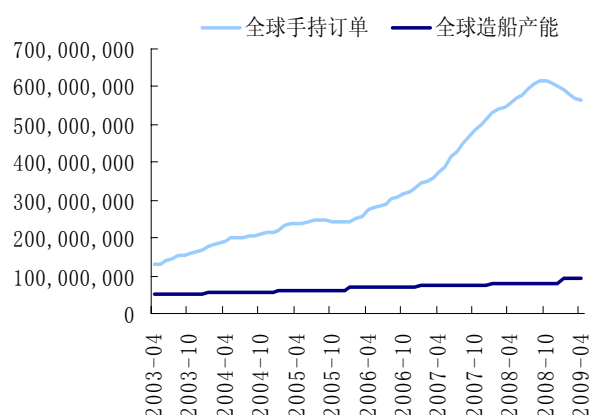
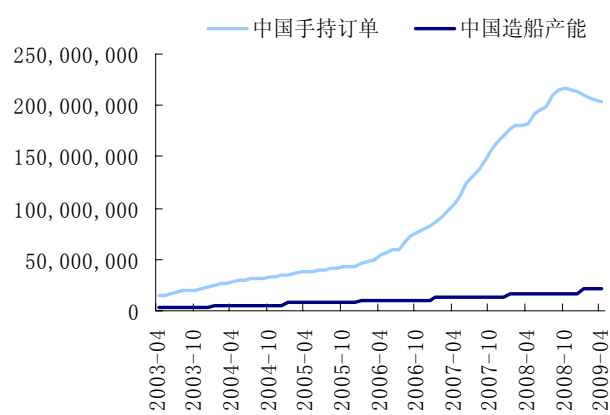


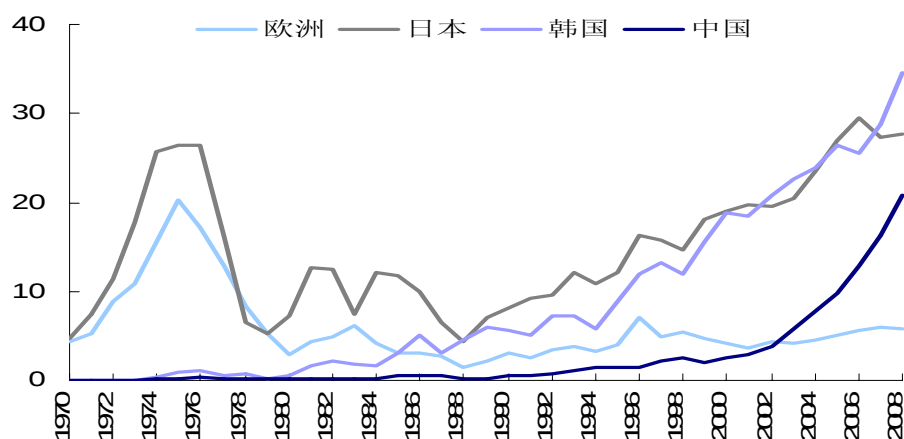
图 26: 中国手持订单相对产能相当充足



数据来源：克拉克松、国泰君安证券

此外，纵观历史，造船业经历了由欧洲——>日本——>韩国——>中国的产业转移过程。随着经济的发展，竞争日趋激烈，每次产业转移花费的时间越来越长。第一次欧洲向日本的转移（1949-1956年），仅仅花了7年的时间；第二次向韩国的转移（1985-2002年），则花了17年时间；第三次向中国的转移，2003年才开始，因此不会很快结束。当经济恢复增长时，中国造船业凭借劳动力成本优势和丰富的岸线资源，势必可以获得更多的新接订单，增长更具持续性。

图 27: 中国造船业承接全球性产业转移



数据来源：克拉克松、国泰君安证券

中国船舶造船产能约750万DWT,2008年末手持订单2385.19万DWT,2009-2011年基本接满。公司受益钢材价格下跌和全球造船产业转移,预计2009-2011年EPS分别为7.02、7.88、8.86元,目前股价对应2009年不到10倍PE,谨慎增持。

6.2. 振华港机

市场对于振华港机的担忧是：传统业务港口机械受全球危机影响较大，新业务海上重型能否快速扩大份额，存在未知。

但是，我们看到公司的产品结构正在发生积极变化：2008年振华港机集装箱起重

机主营收入占比由最初 90%以上降至 72.73%，而海上重型装备、钢结构主营收入占比分别由 2007 年的 6.1%、1.6%提高至 7.4%、3.8%。

公司大力发展的海上重型业务，具体产品主要包括浮吊、铺管船、钻井平台、锚绞机四类，这些产品都是海上石油天然气开采必用的设备。公司已经根据潜在市场需求，预先建造，蓄势待发。

预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.81、0.90、1.10 元，增长主要来自海上重型装备，其次是大型钢结构，预计 2009-2011 年这两个业务合计收入占比分别可达 15%、20%、25%左右。而且这两个业务的毛利率比集装箱起重机高，它们收入占比的提高有利于提升综合毛利率，增强盈利能力。目前股价对应 15 倍 PE 和 2.7 倍 PB，相对行业平均 15 倍 PE 和 4.5 倍 PB 有一定溢价，谨慎增持。

作者简介:

吕娟: 河海大学机械电子工程专业学士, 法国 EDHEC 商学院 MSc.Finance 交流学生, 复旦大学经济学院经济学硕士。2007 年 5 月进入国泰君安证券, 从事机械行业研究。

免责声明

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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com