

工程机械行业

管中窥豹，印证复苏

——从叉车和装载机销量看经济形势

研究结论

- **宏观经济指标持续改善。**2009年1—6月，GDP累计增长7.1%，二季度当季GDP同比增长7.9%，增速比上季回升1.8个百分点。全社会固定资产投资维持了今年初以来的高增长趋势，累计完成投资91321亿元，同比增长33.5%。1—6月城镇新开工项目计划投资额同比增长87.3%。6月M1和M2分别同比增长24.79%和28.46%，增速较上月均有进一步加快。但与此同时，微观层面的经济活动是否能够印证宏观经济数据的改善？我们利用工程机械行业中最具指导意义的装载机和叉车两个行业的数据进行分析和印证。
- **6月份叉车和装载机行业出现反季节性增长。**2009年6月，叉车和装载机子行业均出现了环比改善的情况，其中，叉车销量为12418台。同比下降25%，环比大幅增长23%；装载机销量为12927台，环比增长4%。尽管考虑到行业的季节性特点，环比增长的趋势不容易持续，但我们依然认为，这两个子行业6月份出现反季节性的环比增长是一种积极的信号，显示了实体经济在微观层面上的改善以及大规模基建投资对下游行业的积极效应。
- **叉车销量增长是下游微观经济回暖的积极信号。**不同于其他工程机械，叉车下游包括了机械制造、轻工业、建筑业、仓储物流服务业等众多行业，涉及面非常广泛。因此，单纯政府投资的大规模基建项目对其拉动有限。因此，年初以来，叉车的同比降幅超过30%，是所有工程机械行业中势头最差的一个子行业，出口也非常低迷，维持了超过50%的同比降幅。而6月份叉车出现环比的大幅上涨，23%的涨幅仅次于三月份的季节性恢复，与全社会货运量环比正增长相匹配，是下游微观经济层面回暖的积极信号。
- **装载机环比增长显示大规模固定资产投资的积极效应。**目前中国已经成为全球最大的装载机生产和消费国，从产销量而言，装载机已经远超其他各类工程机械。因此，2009年上半年行业总体销量跌幅仅次于叉车。6月份出现的环比上涨4%，是近年来的首次反季节性增长，由于该月的出口量环比减少了14%，内需拉动的迹象非常清晰，与下游的房地产新开工面积的增长相匹配。大规模基建投资和房地产投资的回暖已经在保有量和规模最大的工程机械子行业上得到了积极体现。
- **维持对工程机械行业的看好评级，重点推荐柳工。**考虑到下游经济的逐渐恢复，叉车行业内销回暖的势头将进一步延续，而未来随着国内经济增长的恢复和劳动力成本的逐渐上升，叉车行业有望维持稳定增长，目前行业龙头企业安徽合力估值水平较低，维持增持评级。装载机行业受益于房地产回暖和基建项目的进一步推进，预计销售回暖的趋势还将延续，维持行业龙头企业柳工的买入评级，厦工股份增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业资深分析师

张帆

机械行业分析师

安倩

机械行业分析师

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A股

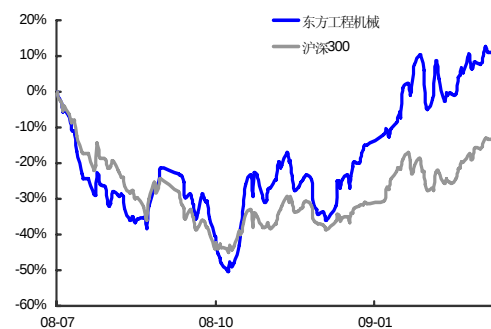
行业

机械行业

报告日期

2009年7月29日

行业表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	9.58	30.44	45.52
相对表现 (%)	-5.62	-11.41	28.79

重点公司盈利预测及投资评级				
证券简称	08EP	E09EP	E10EP	评级
中联重科	1.03	1.16	1.21	增持
三一重工	0.83	1.07	1.38	增持
柳工	0.72	0.96	1.02	买入
厦工股份	0.27	0.29	0.36	增持
安徽合力	0.53	0.37	0.36	增持
山河智能	0.19	0.38	0.46	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《观察来自房地产施工的需求——工程机械2009年5月数据点评》	2009年6月18日
《基建拉动延续——工程机械2009年4月数据点评》	2009年5月25日
《基建拉动效应得到体现——工程机械2009年3月数据点评》	2009年4月23日
《内需回暖，外销停滞——工程机械2009年2月数据点评》	2009年3月23日
《环比改善与题材刺激带来投资机会——工程机械2008全年和2009年初数据点评》	2009年2月28日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

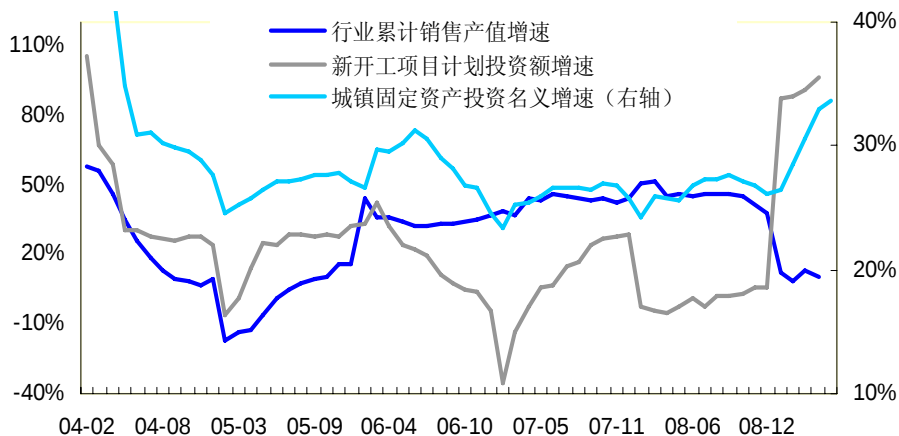
宏观经济指标维持高增长

固定资产投资维持高增长

2009年1-6月，全社会固定资产投资维持了今年初以来的高增长趋势，累计完成投资91321亿元，同比增长33.5%，其中，城镇固定资产投资完成额为78098亿元，同比增长33.6%，较上月的32.9%进一步加速。1-6月城镇新开工项目计划投资额同比增长87.3%，较上月的95.95%出现回落。

但目前工程机械行业销售产值增长尚维持在较低位。1-6月累计增速为12.5%，显著低于固定资产投资增速。出现行业产值和固定资产投资的较大背离，主要原因有几点，一是去年下半年以来，受国内外经济增速放缓影响，市场需求锐减，即使在今年以来固定资产投资大幅增长的情况下，由于前期市场较高的保有量，以及经济走势存在的不确定性，终端用户对新购买工程机械的投资普遍比较谨慎。其次，上半年固定资产投资增长最快的铁路建设集中于高铁项目，对量最大的传统土方机械拉动较小。此外，行业出口持续低迷也影响了销售产值的增速。

工程机械月度销售产值增速分析



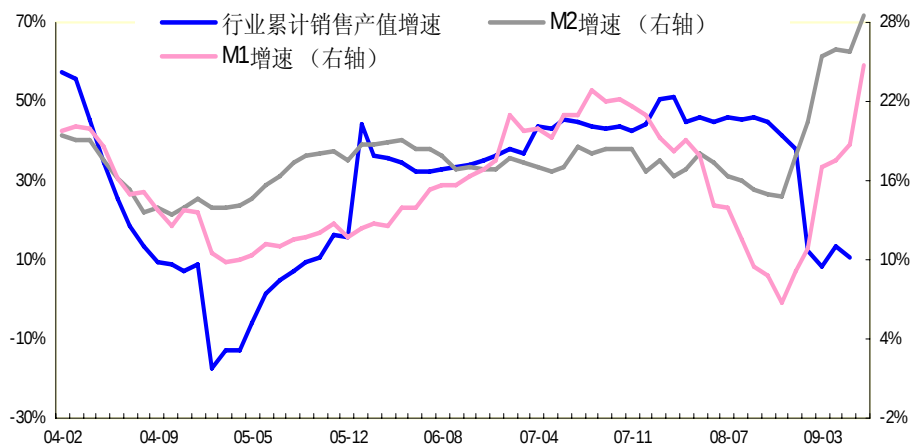
资料来源：东方证券研究所，机经网

货币供应量加速增长

6月M1和M2分别同比增长24.79%和28.46%，增速较上月均有进一步加快。目前来看，宽松的货币信贷政策有望延续到下半年，对于实体经济恢复将起到积极作用。

不过，货币增长和工程机械行业销售也存在明显的差异。一个可能的原因还是部分资金未能充分流入实体经济以及购机的中小企业、个体业主获得资金的渠道依然有所不足导致。

货币增长和工程机械销售产值相关性分析



资料来源：东方证券研究所，机经网

叉车和装载机环比改善提示微观层面的复苏

2008年下半年以来，主要工程机械行业需求锐减，行业景气度迅速回落。但受国家大规模固定资产投资拉动，工程机械行业得到不同程度的恢复。其中，旋挖钻、汽车起重机等直接受益于高铁建设的行业在2009年上半年维持了同比正增长，挖掘机同比降幅收窄至10%以内。但与此同时，两个主要子行业叉车和装载机依然维持了同比超过30%的降幅。

不过，在2009年6月，这两个子行业均出现了环比改善的情况，其中，叉车销量为12418台。同比下降25%，环比大幅增长23%；装载机销量为12927台，环比增长4%。尽管考虑到行业的季节性特点，环比增长的趋势不容易持续，但我们依然认为，这两个子行业的环比反季节性增长是积极的信号，反映了微观层面上的经营改善以及大规模基建投资对下游行业的拉动效应。

主要原因在于，叉车不同于其他工程机械，其下游包括机械制造、轻工业、建筑业、仓储物流服务业等众多行业，涉及面广泛，基本上是整个工业制造业。因此，单纯的大规模基建项目对其拉动有限，这也是年初以来，叉车的增长一直不如其他工程机械的原因。而6月份叉车出现环比的大幅上涨，表明其下游实体经济，出现了微观层面的积极信号。

对装载机来说，经历了几十年的高速发展之后，中国已经成为全球最大的装载机生产和消费国，从量而言，已经远超其他各类工程机械，一旦需求滑坡，销量就会大幅减少。而且，行业产能饱和。因此，2009年上半年行业总体销量跌幅仅次于叉车。6月份出现的环比上涨4%，是2004年来的首次反季节性增长，并且，该月的出口量环比减少了14%，因此，内需拉动的迹象非常清晰。大规模固定资产投资的积极效应已经在保有量和规模最大的子行业上得到了积极体现，这也是微观层面对于经济好转的印证。

叉车

下游市场广泛

工业叉车是一种能把水平运输和垂直升降有效结合起来的装卸机械，有装卸、起重及运输等综合功能，具有工作效率高、操作使用方便、机动灵活等优点，广泛应用于厂矿、仓库、车站、港口、机场、货场、流通中心和配送中心等场所，并可进入船舱、车厢和集装箱内，对成件、包装件以及托盘、集装箱等集装件进行装卸、堆码、拆垛、短途搬运等作业，是托盘运输、集装箱运输必不可少的设备。

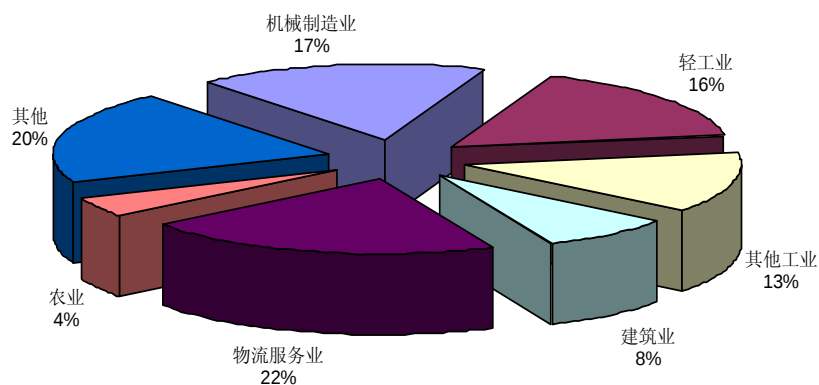
叉车



资料来源：东方证券研究所

对叉车的需求和整个工业实体经济的发展紧密相关。机械制造业，尤以汽车行业为代表，一直是叉车行业重要的传统下游客户，占其保有量的 17%；轻工业，例如食品、烟草、造纸、电子等，也是叉车业重要的需求来源，约占其 16%的需求。建筑业主要是指对于建筑材料的搬运等，集中在房地产行业。物流服务业近年来增长迅速，主要是需要电动和仓库叉车，已经占到行业需求的 22%。农林领域的叉车主要是用于谷仓和贮木场，需求占比还不明显。其他运用包括交通、化工等。

叉车下游市场构成

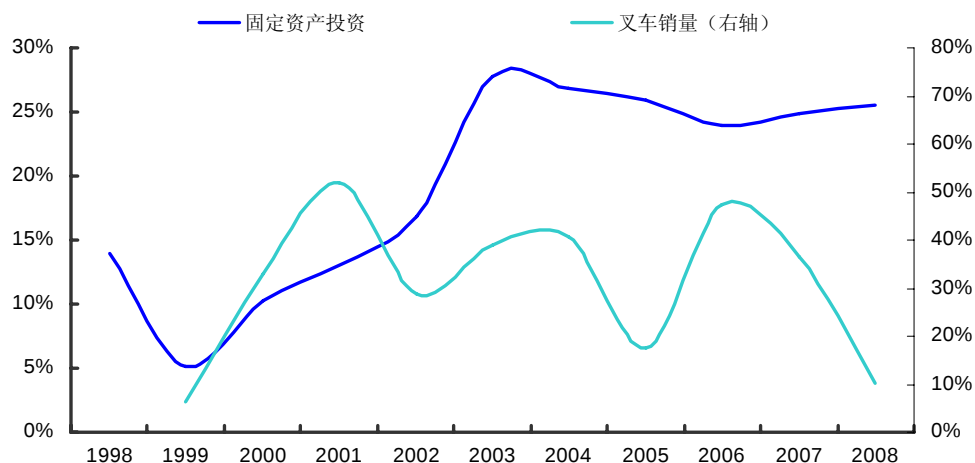


资料来源：东方证券研究所

和工业、第三产业增长吻合度高

和其他工程机械产品相比，叉车并不属于典型的施工机械，有相当比例服务于第三产业，因此和社会固定资产投资的拟合度相对较低。尤其是近年来，随着物流等服务业的快速发展，以及行业出口比例的不断增长，叉车行业的增长和固定资产投资的分歧越发明显。

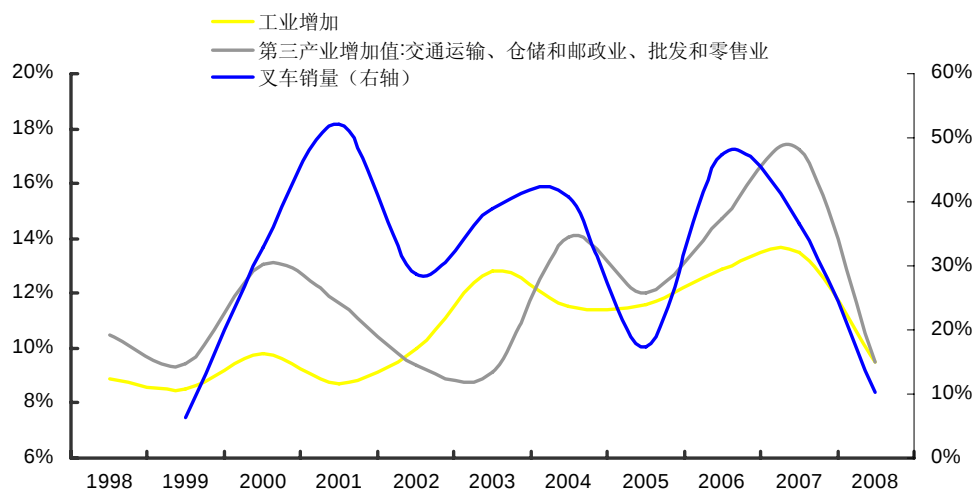
叉车和固定资产投资趋势上差异较大



资料来源：国家统计局、工程机械工业协会、东方证券研究所

与之相比，叉车销量增长和工业增加值，尤其是最近几年来，和第三产业增加值中的交通运输、仓储和邮政业、批发和零售业的增长势头相当吻合。这也符合其下游分布中，基建土方等行业相对较少，而物流业等第三产业的占比逐年提高的特点。

叉车和工业、第三产业增加值趋势较吻合

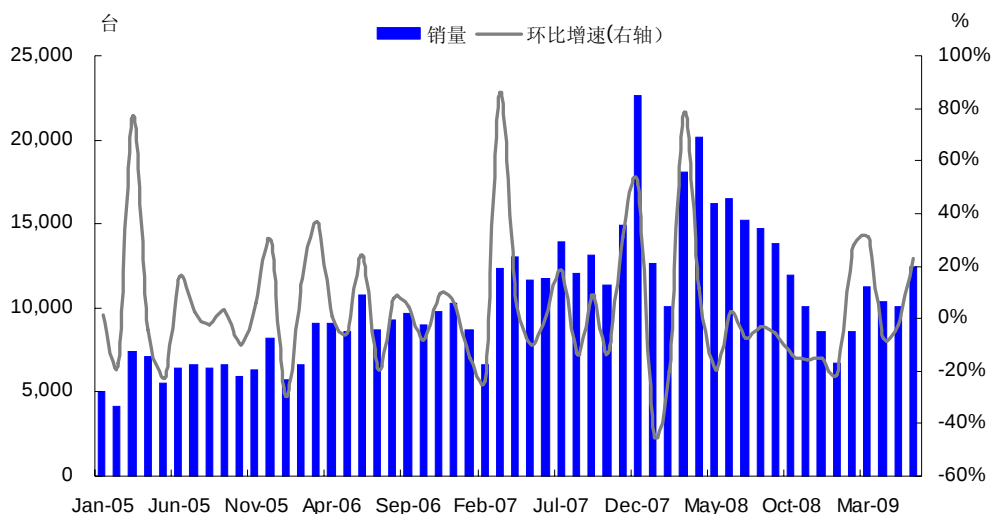


资料来源：国家统计局、工程机械工业协会、东方证券研究所

出现销售改善的信号

2008 年下半年以来，受国内外经济增速放缓的影响，叉车的销售逐步下滑。直到 2009 年 3 月份开始，受季节性因素影响，出现和环比增长，同时同比依然大幅下降。但到 2009 年 6 月份，行业出现了环比 23% 的增幅，仅次于 2、3 月份的环比增长，如果考虑到春节因素，这一增幅应该是仅次于 3 月份的次高增幅。从行业自身的季节性特点来看，6 月份销量一般和 5 月份相当，上下略有波动，但环比增长 20% 是 05 年以来第一次。这一数字本身尚不足以说明行业已经摆脱低谷，但 20% 的增长无疑是行业销售改善的信号。

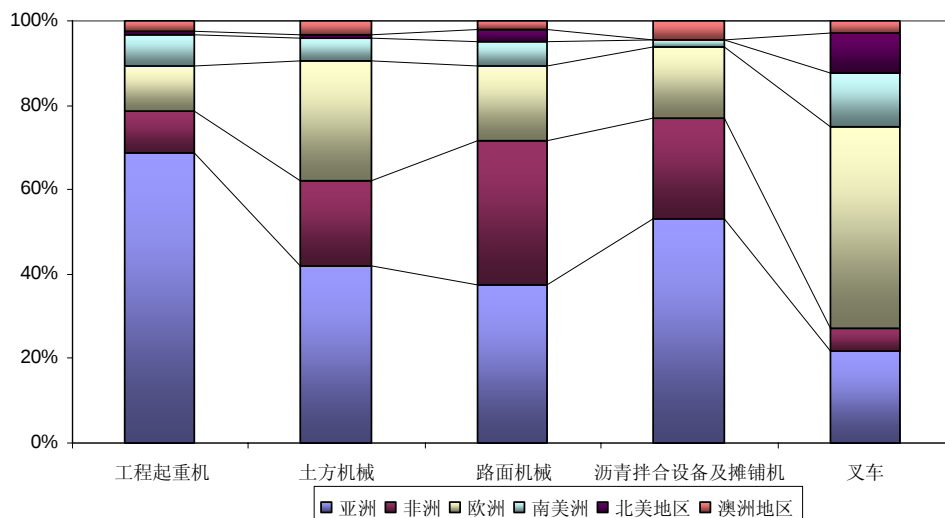
叉车月度销量与环比增速



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

此外，和其他工程机械产品出口多数集中于发展中国家不同，我国叉车产品的主要的出口地集中在欧洲市场，而到目前为止，欧洲整体经济并未出现较好的改善迹象，行业 1-5 月累计出口叉车同比下降 54%，有理由认为，行业销售的改善主要还是集中在内需的增长，即，国内下游行业的需求出现较明显的环比增长。

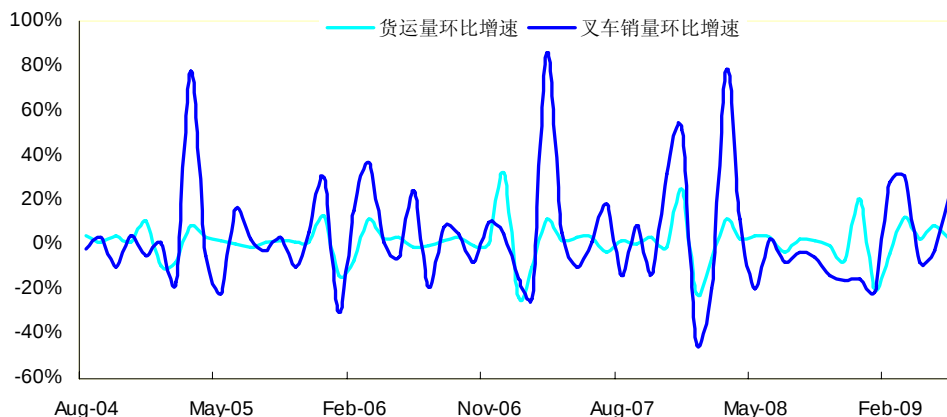
2007 年主要工程机械产品出口区域分析



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

叉车行业销售的情况，很大程度上代表作为经济“血液循环系统”的物流行业的情况。由于叉车服务的各类工厂、企业涉及面很广，要细化到企业层面的物流运送不太可能，我们近似选择了全社会货运量作为一个总体指标进行比照。从历史走势来看，全社会货运量和叉车销量的环比变化趋势较为吻合。6 月份叉车行业的环比大增约 24%，有可能预示着社会货运物流将进一步震荡回升，显示经济逐渐脱离低谷向好的一个趋势。

叉车销量和全社会货运量增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

行业未来前景广阔

从目前发达国家情况来看，因为劳动力成本高，早已完成叉车代替人工搬运过程，且叉车的操作成本（主要是驾驶员工资）远高于采购成本，因此采购叉车时关注性能更甚于价格；而我国劳动力成本低，叉车采购成本相对显得较高，仍处于叉车替代人工搬运的过程，叉车需求将随着劳动力成本的上升而增加，并对产品价格较敏感。

由于叉车品种多，运用场景广泛，很难量化叉车和人工的作业效率比较。我们提供一些可能的场景如下：

- 一、利用软料叉车运送软料运距一般在 200m 以内效率最佳。在运送距离 250m 左右情况下，速度是 200 名人工运送软料速度的 2.7 倍以上，而消耗投资 1/1.43。
- 二、运送袋装水泥入库，一次载重量 1-1.5 吨，日入库 300-400 吨，可以节约人工 30 人。

总体而言，下游经济的复苏和劳动力成本的逐渐上升将带来叉车行业需求的稳定增长。

近些年来，国内的劳动力成本在不断增加。尤其是 06 年以来，一些企业对劳动力价格上涨感觉明显，恰恰是因为上涨速度较快的群体相对集中在一些低端重体力劳动者、集中在农民工群体，因为过去这部分劳动力价格增长缓慢，用人单位也习惯性地对他们给予低工资并享受了多年的低工资成本，现在这种劳动力成本的恢复性增长是合理的。叉车作为物流搬运机械，和低端重体力劳动互相取代，尽管海外经济危机导致了国内劳动力价格上涨的趋势暂时中断，但随着国内经济回暖，劳动力价格逐渐提升将是不可避免的趋势。市场对叉车的需求也将稳定增长。

叉车价格水平（人民币，万）

类型	吨位	本土品牌	海外品牌
内燃式	小于 1.1	6.5-11	13-18
	1.2-1.9	7.1-11.7	7.5-12.9
	2.0-2.9	7.3-14.2	7.9-13.9
	3.0-4.9	7-21.4	9.1-43
	5.0-9.9	16.2-32.5	15.2-71
	10.0-45.0	31.8-35	超过 60
电力	小于 1.1	4.8-11.8	6.2-19.2
	1.2-1.9	7.3-12.6	11.7-22
	2.0-2.4	9.6-12.9	13-23.8
	2.5-2.9	9.9-13	18.2-31.3
	3.0-5.0	12.2-14.4	18.7-50

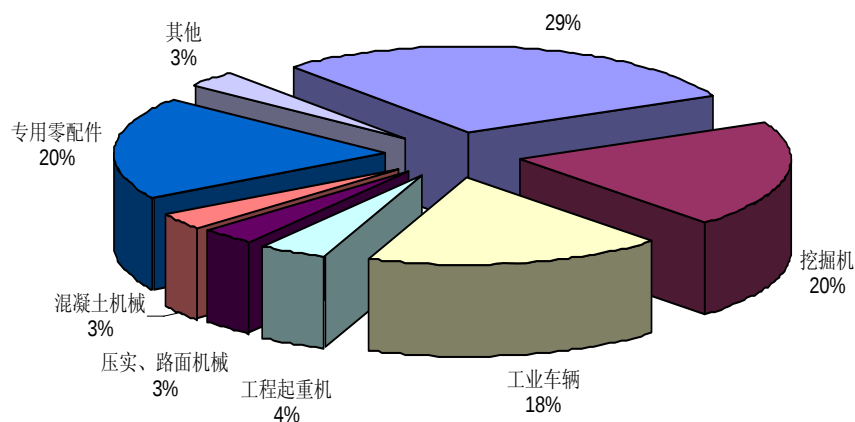
资料来源：东方证券研究所

装载机

国内最大的工程机械子行业

装载机是全球工程机械中两大子行业之一，与推土机、装载机、平地机、铲运机等共同包括在铲运机械中，约占全球工程机械的 29% 份额。在我国以外的多数市场，装载机的销售规模仅次于挖掘机。例如在美国，装载机和挖掘机的比例基本保持在 1 : 2.7；西欧则基本保持在 1 : 4.5；日本则保持 1 : 4.9 的比例。而在中国市场，装载机是销售规模最大子行业。

全球工程机械产品销售规模构成



资料来源：东方证券研究所整理

根据工程机械行业权威刊物《Construction Equipment》统计的 2008 年全球工程机械 50 强企业榜，全球 50 强企业中，共有 20 家企业涉足轮式装载机业务。而其中，我国国内的三个龙头企业，龙工、柳工和厦工业务规模领先。

下游市场分析

装载机是一种广泛用于公路、铁路、建筑、水电、港口、矿山等建设工程的土石方施工机械，它主要用于铲装土壤、砂石、石灰、煤炭等散状物料，也可对矿石、硬土等作轻度铲挖作业。换装不同的辅助工作装置还可进行推土、起重和其他物料如木材的装卸作业。在道路、特别是在高等级公路施工中，装载机用于路基工程的填挖、沥青混合料和水泥混凝土料场的集料与装料等作业。此外还可进行推运土壤、刮平地面和牵引其他机械等作业。由于装载机具有作业速度快、效率高、机动性好、操作轻便等优点，因此它成为工程建设中土石方施工的主要机种之一。

装载机工作实景



资料来源：东方证券研究所整理

在建筑和其他常规运用市场,轮式装载机的平均寿命在8-10年,但在占到销售约1/4的矿山领域,机器的平均使用寿命是少于三年。另外,由于很多低端产品配置的零部件质量水平较低,会加快整机的折损和更新。

目前国内轮式装载机保有量约为70万台左右,主要分布于基建项目、建筑和其他轻作业、公用事业、矿山和采掘、物料运送、农林等领域。其中超过60%的在用机器是2006-2008年销售出去的。基建项目包括道路、铁路、水利以及其他大型建设项目,主要是政府主导的投资项目,这是装载机最主要的需求来源。

在建筑和其他轻作业市场,装载机用于移送散料、装载、整地、填平等。

公用事业主要是城市和农村的一些配套设施建设。

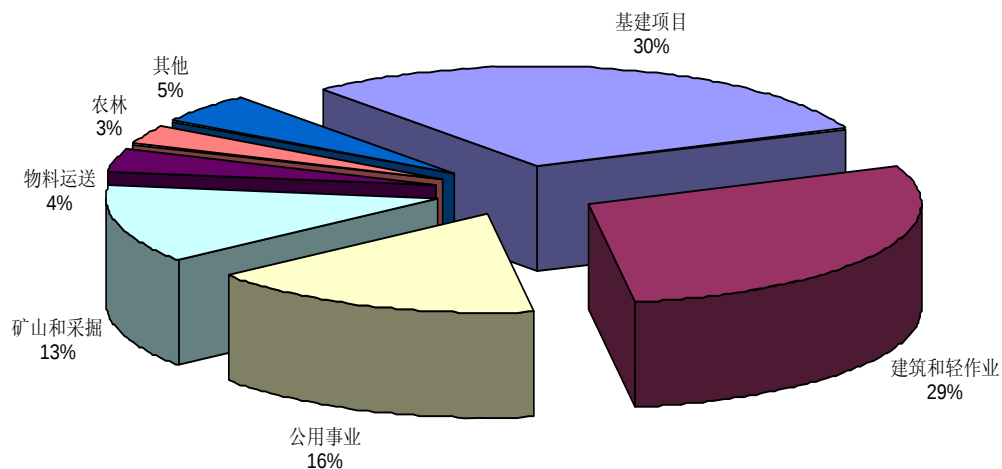
由于其工况恶劣,矿山和采掘市场对于机器的更新替代需求明显。尽管只占机器保有量的 13%左右,每年新增销量中约有 25%进入该市场。

物料运送主要是指在运输站点或货物码头上对于大型货物的转运。这一市场一般对于产品质量要求都较高,也因此偏好进口品牌。

此外,近年来,农林行业的需求有所增长,但以对低端产品的需求为主。

其他需求包括垃圾处理等。

装载机市场保有量构成



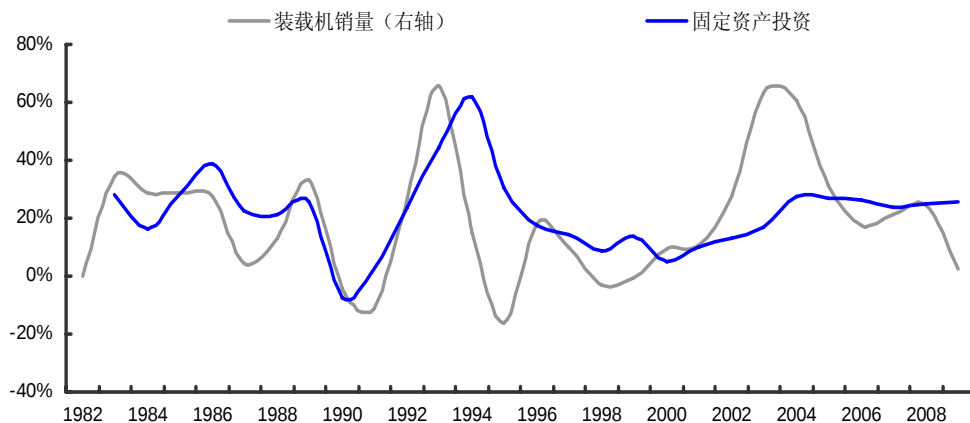
资料来源：Off-Highway Research, 东方证券研究所

与宏观经济以及固定资产投资趋势吻合

我国装载机行业从 1966 年起步至今，共经历了 5 次较大的宏观经济调控，出现了 5 个拐点。这 5 次分别是 1981 年、1990 年、1994 年、2004 年和 2008 年。这 5 年，也正是国家实施宏观经济调控的 5 年。从这 5 次宏观经济调控对装载机的影响来看，前 3 次比上一年销量都有所下降。1981 年、1990 年、2004 年分别比上一年下降了 44.3%、4.9%、22.0%。在这 3 年中，1981 年比上一年下降幅度最大。但 1981 年时企业数量很少，产销量也不大，因此对行业的影响不大。其次降幅最大的是 1994 年，降幅为 22%，这是在基数很大情况下的大幅度下降，对行业的影响特别大，一直持续到 4 年后的 1998 年才缓过气来，这也是由于 1993、1994 年经济现状导致的调控力度很大。后两年调控的结果，调控年只比上一年增幅放缓，但总销量仍有所增加。

总体来看，装载机销量增速和固定资产投资完成额增速的走势相当吻合。

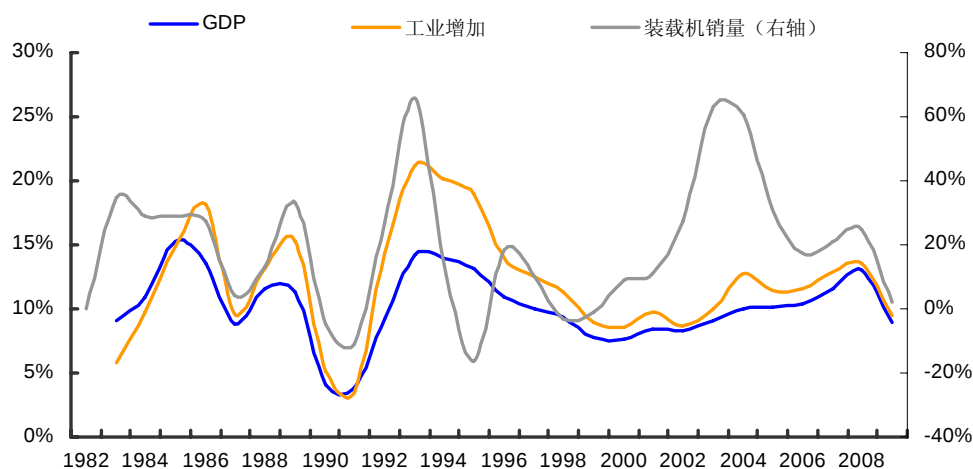
装载机行业受益于固定资产投资拉动



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

另一方面，装载机销售情况和工业发展，以及整体经济发展的趋势也较一致。

装载机行业销量增速与工业增加值、GDP 增速趋势一致

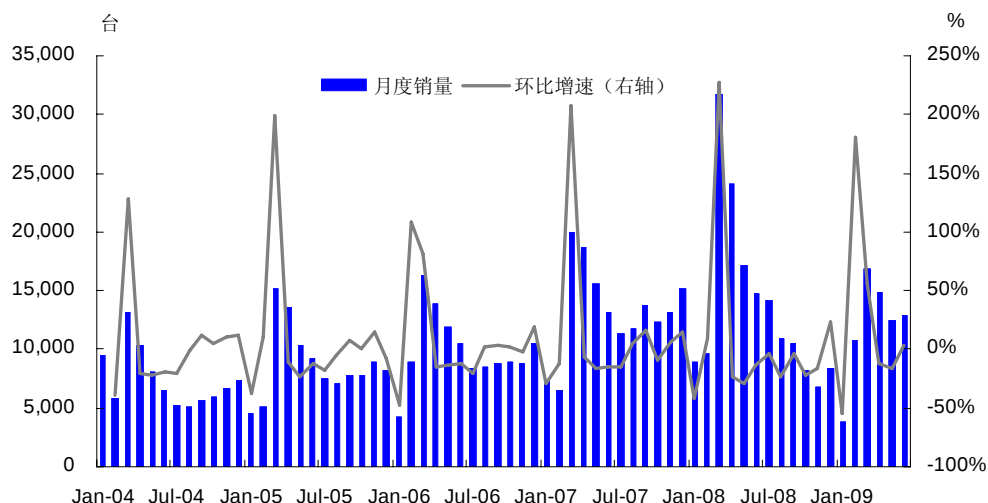


资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

环比出现反季节改善

2008 年下半年以来，受国内外经济增速放缓的影响，装载机的销售逐步下滑。直到 2009 年 3 月份开始，受季节性因素影响，出现环比增长，同时同比依然大幅下降。但到 2009 年 6 月份，行业出现了环比 3% 的小幅增长。从行业自身的季节性特点来看，3-5 月为传统销售旺季，6 月份销量一般比 5 月份环比下降 10% 以上，而 2009 年 6 月行业销量出现环比反季节改善的信号，增长了 3%，是 2004 年来的首次。

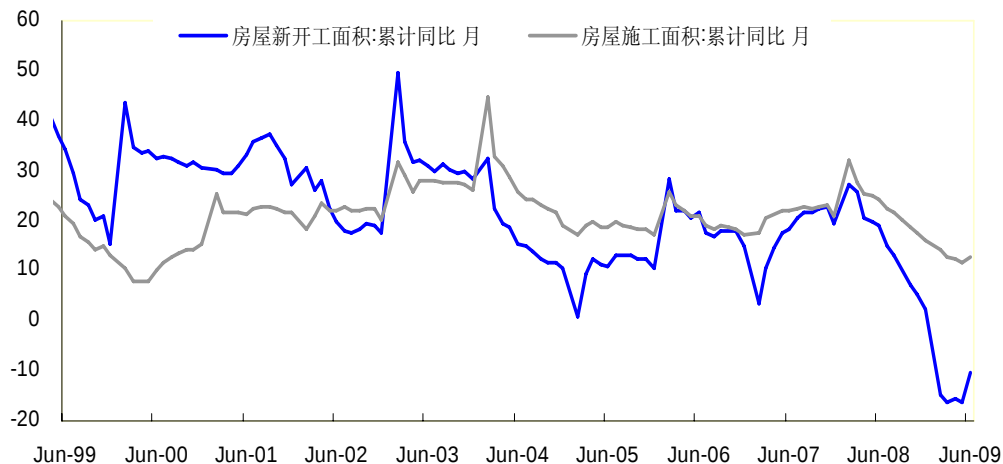
装载机月度销量与环比增速



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

装载机下游市场中，目前最值得关注的是房地产行业的回暖。前期房地产旺销局面开始传导到房地产新开工面积，2009年6月，房地产新开工面积实现同比增长，1-6月累计降幅由上月的16%下降至10%。

新开工面积和施工面积出现同比增长

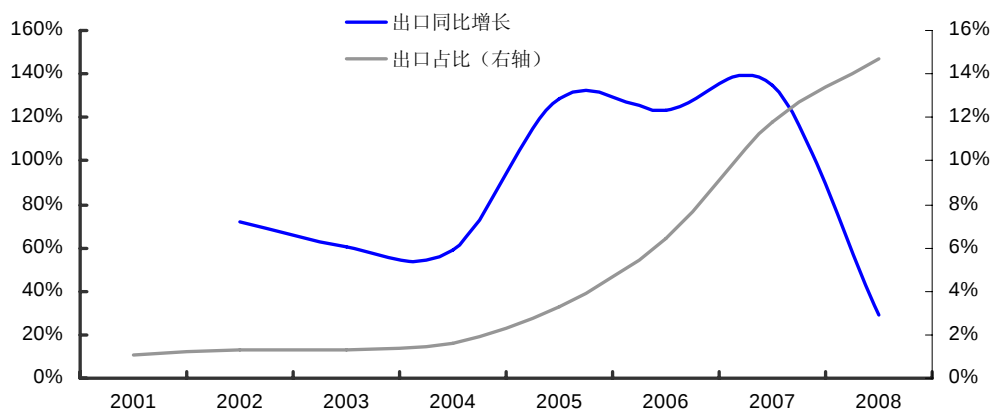


资料来源：Wind，东方证券研究所

出口继续环比下降

由于近年来，国内装载机市场竞争的加剧，很多企业纷纷将目光投向海外，并且在海外建立了相对完善的销售网络和渠道。但是在金融危机的巨大影响下，国外对装载机设备的需求骤减，使一度红火的装载机出口市场一下子回落到冰点。据调查，虽然在整体上2008年我国的装载机出口市场仍然取得了很大的进步，但这主要集中在上半年，上半年装载机的出口平均每月增幅高达138.81%，而下半年受到金融危机越来越明显的影响，装载机出口快速下降，到2008年10月份已呈现出负增长的趋势。2008年全行业出口占总销量比例约为14.7%，为历史高点。

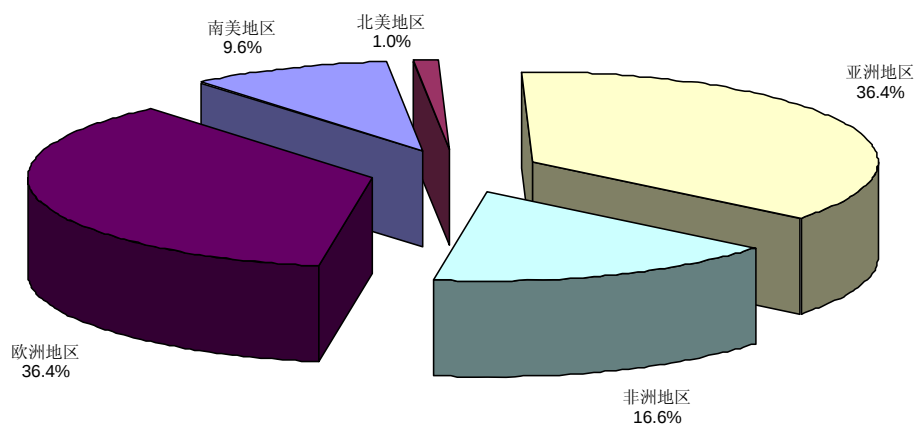
2001-2008年装载机出口



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

工程机械整个行业的最大出口地是美国，而装载机产品的主要出口地区中，美国占比很小，这对于行业来说是相对有利。

我国装载机产品出口以亚欧为主



资料来源：公司年报、东方证券研究所

世界主要区域经济和贸易增长预测（%）

实际 GDP E	2006	2007	2008	2009E	2010E
世界	4	3.7	2.5	0.9	3
高收入国家	3	2.6	0.8	-2.9	1.6
欧元区	2.9	2.6	0.7	-2.7	0.9
日本	2.4	2.1	-0.7	-5.3	1.5
美国	2.8	2	1.1	-2.4	2
发展中国家	7.7	7.9	5.8	2.1	4.4
东亚和太平洋	10.1	10.5	8	5.3	6.6
欧洲和中亚	7.5	7.1	4.2	-2	1.5
俄罗斯	7.4	8.1	5.6	-4.5	0
拉丁美洲和加勒比	5.6	5.7	4.4	2.1	4
阿根廷	8.5	8.7	6.8	-1.8	1.9
巴西	3.8	5.4	5.1	0.5	3.2
墨西哥	4.9	3.2	1.4	-2	1.8
中东和北非	5.3	5.8	5.5	3.3	4.3
阿尔及利亚	1.8	3.1	3.2	2.2	3.5
埃及	6.8	7.1	7.2	4	4.8
伊朗	5.9	7.8	5.2	3	4
南亚	9	8.4	5.6	3.7	6.2
印度	9.7	9	5.5	4	7

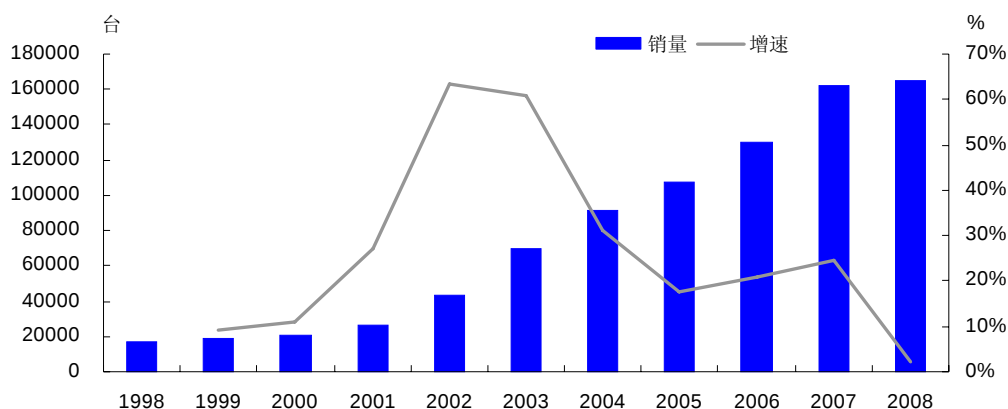
资料来源：世界银行、东方证券研究所

不过，2009 年 6 月行业出口依然是环比下降 14%，因此，一方面出口占比尚小，另一方面其环比负增长，均不足以解释行业销量的环比正增长。因此，行业的反季节性增长主要来自于国内受基建和房地产投资拉动的下游需求。

行业成熟，有望稳定发展

作为国内最成熟的工程机械产品之一，经历多年发展，目前国内市场的轮式装载机保有量约为 70 万台，主要分布于基建项目、房产建筑、公用事业、矿山和采掘、物料运送、农林等领域，其中超过 60% 的在用机器是 2006—2008 年期间售出。目前全行业年销量在 14 万台以上，行业的产能超过 22 万台，主要厂商在国内的生产销售布局基本完成，而市场需求相对稳定，总体而言，装载机行业已经是相当成熟的一个子行业，内销出现爆发性增长的可能性不大，预计未来随着下游房地产等行业的回暖，装载机行业有望逐渐恢复增长，行业维持较为稳定的发展态势。

装载机销量



资料来源：东方证券研究所

行业投资机会

综合而言，装载机和叉车两个子行业的环比反季节性增长是积极的信号，表明了微观层面上的经营改善以及大规模基建投资对下游行业的拉动效应。同时，下游经济的逐渐回暖也将为叉车和装载机行业的需求恢复带来实质性的拉动。

目前叉车行业龙头安徽合力目前处于估值低谷，维持增持评级；装载机行业龙头柳工维持买入评级，厦工维持增持评级。

柳工

公司是我国工程机械行业的龙头企业之一，规划到 2010 年销售规模过百亿，并将通过内部挖潜改造和外延收购兼并等措施，进军行业内国际第一梯队企业，成为世界的柳工。装载机的龙头品牌效应、挖掘机和路面机械的迅速崛起，以及内部扩产改造和资产注入与收购兼并等是其高增长的主要驱动因素，预计未来三年归属母公司净利润复合增长率为 27.34%。

公司财务分析

(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	9268.38	8911.74	9084.80	9682.23
税前利润	411.53	706.56	751.12	830.90
归属母公司净利润	340.04	597.04	634.70	702.11
EBITDA	574.93	904.63	961.85	1062.26
每股收益(元)	0.72	0.96	1.02	1.13
净资产收益率	12.90%	18.72%	17.05%	16.37%
每股经营现金(元)	(1.23)	1.14	1.20	1.14
市盈率(X)	13.14	19.87	18.69	16.90
EV/EBITDA	8.55	13.07	11.95	10.33

资料来源：东方证券研究所

厦工股份

公司是装载机行业龙头企业之一，同时不断加大对挖掘机、叉车和小型工程机械产品的投入，预计挖掘机在 2009 年能够实现规模效应，成为新的利润增长点，小型工程机械和叉车也具备广阔的市场前景。此外，北方焦作基地一期工程结束，已经达到 5000 台设计产能；在建的二期工程预计将于 2010 年初完工，届时基地总体产能将达到规划的 1.5 万台/年。产品链的拓展和产能释放是公司未来增长的主要驱动因素，预计公司未来三年归属母公司净利润复合增长率为 20.78%。

公司财务分析

(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	5890.76	6528.97	7378.66	8463.27
税前利润	216.91	239.00	297.70	359.55
归属母公司净利润	187.02	201.95	251.56	303.82
EBITDA	380.33	374.97	440.76	515.52
每股收益(元)	0.27	0.29	0.36	0.43
净资产收益率	10.38%	10.32%	11.61%	12.60%
每股经营现金(元)	(0.72)	0.65	0.31	0.30
市盈率(X)	17.09	26.52	21.29	17.63
EV/EBITDA	10.25	15.52	12.97	10.91

资料来源：东方证券研究所

安徽合力

2008 年到 2010 年是合力工业园产能释放的高峰期，尤其是 5 吨以上叉车等中重装产能的陆续投产，将大幅优化公司的产品结构。公司经过搬迁改造之后，产能实现翻番，产品结构、技术研发实力、装备和管理水平等均上了一个新台阶。合力工业园产能释放和国内国际市场的进一步拓展，是公司高增长的主要驱动因素，预计未来三年公司净利润复合增长率为-10.7%。

公司财务分析

(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	3628.17	3285.56	3217.86	3430.04
税前利润	210.23	166.11	162.86	170.02
净利润	188.61	131.23	128.66	134.32
EBITDA	311.68	272.13	273.70	282.98
每股收益(元)	0.53	0.37	0.36	0.38
净资产收益率	9.65%	6.24%	5.84%	5.82%
每股经营现金(元)	0.55	0.56	0.68	0.53
市盈率(X)	13.00	34.27	34.96	33.49
EV/EBITDA	7.03	15.52	14.84	13.97

资料来源：东方证券研究所

附表：安徽合力财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	3628.17	3285.56	3217.86	3430.04	税后利润	188.61	131.23	128.66	134.32
营业成本	2966.61	2715.76	2671.09	2862.22	经常性现金支出	111.02	114.07	120.09	124.13
主营业务税金及附加	14.36	13.36	13.10	13.90	非经常性现金支出	(11.06)	11.76	12.46	13.85
销售费用	160.46	147.85	144.80	154.35	营运资金变动	(111.62)	(67.47)	(26.53)	(94.08)
管理费用	268.66	229.99	218.81	222.95	少数股东损益	19.54	9.97	9.77	10.20
财务费用	12.28	8.70	5.28	2.50	经营活动现金净流	196.49	199.55	244.44	188.42
营业利润	205.80	169.91	164.78	174.12	资本开支	295.04	185.30	34.43	32.69
非经常性损益	4.43	(3.79)	(1.92)	(4.10)	其他投资	8.18	0.00	0.00	0.00
税前利润	210.23	166.11	162.86	170.02	投资活动现金净流	(286.86)	(185.30)	(34.43)	(32.69)
所得税	2.08	24.92	24.43	25.50	贷款增加	70.00	0.00	0.00	0.00
净利润	208.15	141.20	138.43	144.52	支付股利利息	(104.85)	(15.51)	(33.75)	(35.01)
少数股东损益	19.54	9.97	9.77	10.20	其他融资	63.44	13.28	(13.99)	(13.30)
归属母公司净利润	188.61	131.23	128.66	134.32	筹资活动现金净流	(37.32)	(2.22)	(47.74)	(48.30)
EPS (元/股)	0.53	0.37	0.36	0.38	现金净流量	(127.70)	12.03	162.27	107.43
资产负债表 (人民币百万元)					现金期初余额	558.56	430.86	442.90	605.17
	2008	2009E	2010E	2011E	现金期末余额	430.86	442.90	605.17	712.59
货币资金	430.86	442.90	605.17	712.59	比率分析				
应收账款票据	356.67	355.12	376.73	431.35		2008	2009E	2010E	2011E
存货	836.81	822.06	781.50	805.70	增长能力				
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营收增长率(%)	6.81%	-9.44%	-2.06%	6.59%
流动资产合计	1847.99	1836.70	1972.97	2173.03	EBITDA 增长率(%)	-39.84%	-12.69%	0.58%	3.39%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	-50.29%	-18.10%	-4.79%	3.86%
固定资产	898.83	895.88	970.71	914.86	净利润增长率(%)	-41.66%	-32.16%	-1.96%	4.40%
在建工程	112.47	211.25	71.12	57.11	盈利能力				
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率(%)	18.23%	17.34%	16.99%	16.55%
非流动资产合计	1167.91	1229.82	1159.74	1084.32	净利率(%)	5.74%	4.30%	4.30%	4.21%
资产总计	3015.90	3066.52	3132.71	3257.35	EBITDA 利润率(%)	8.59%	8.28%	8.51%	8.25%
循环借款	150.00	150.00	150.00	150.00	ROA(%)	6.90%	4.60%	4.42%	4.44%
应付账款	597.90	504.94	471.04	474.36	ROE(%)	9.65%	6.24%	5.84%	5.82%
预收账款	74.44	73.64	70.12	74.73	ROIC(%)	8.73%	5.92%	5.23%	5.15%
其他应付款	(26.15)	(25.18)	(31.04)	(35.37)	偿债能力				
流动负债合计	827.39	772.51	729.46	743.22	资产负债率(%)	28.46%	26.20%	24.27%	23.76%
非流动负债合计	30.85	30.85	30.85	30.85	流动比率(倍)	2.23	2.38	2.70	2.92
负债合计	858.24	803.36	760.31	774.07	速动比率(倍)	0.98	1.07	1.38	1.57
股本	356.95	356.95	356.95	356.95	价值评估				
资本公积	714.01	740.25	765.98	792.85	P/B(倍)	1.18	2.07	1.98	1.90
未分配利润	763.49	826.22	893.52	960.61	P/E(倍)	13.00	34.27	34.96	33.49
股东权益	2157.66	2263.16	2372.40	2483.28	EV/收入(倍)	0.60	1.29	1.26	1.15
负债和股东权益	3015.90	3066.52	3132.71	3257.35	EV/EBITDA(倍)	7.03	15.52	14.84	13.97
					EV/EBIT(倍)	10.05	23.65	23.88	22.39

资料来源：东方证券研究所

附表：柳工财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	9268.38	8911.74	9084.80	9682.23	税后利润	340.04	597.04	634.70	702.11
营业成本	7785.27	7161.19	7300.54	7775.36	经常性现金支出	218.31	255.92	270.31	293.55
主营业务税金及附加	22.71	26.54	25.70	27.26	非经常性现金支出	(55.26)	(15.07)	(10.33)	(4.68)
销售费用	598.20	579.26	590.51	629.35	营运资金变动	(1088.07)	(132.96)	(149.71)	(283.25)
管理费用	391.10	374.29	363.39	367.92	少数股东损益	1.98	3.53	3.76	4.15
财务费用	107.81	82.94	67.54	56.82	经营活动现金净流	(583.00)	708.46	748.73	711.88
营业利润	363.28	687.51	737.11	825.53	资本开支	484.21	434.34	282.63	29.35
非经常性损益	48.25	19.05	14.01	5.38	其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	411.53	706.56	751.12	830.90	投资活动现金净流	(554.25)	(400.78)	(252.42)	(2.17)
所得税	69.50	105.98	112.67	124.64	贷款增加	1091.33	0.00	0.00	0.00
净利润	342.02	600.57	638.45	706.27	支付股利利息	(262.65)	(15.07)	(140.74)	(155.71)
少数股东损益	1.98	3.53	3.76	4.15	其他融资	1082.03	197.92	(33.11)	(28.43)
归属母公司净利润	340.04	597.04	634.70	702.11	筹资活动现金净流	1604.30	182.85	(173.86)	(184.14)
EPS (元/股)	0.72	0.96	1.02	1.13	现金净流量	467.05	490.52	322.44	525.57
资产负债表 (人民币百万元)					现金期初余额	388.20	855.24	1345.76	1668.21
					现金期末余额	855.24	1345.76	1668.21	2193.78
					比率分析				
货币资金	879.08	1369.61	1692.05	2217.62		2008E	2009E	2010E	2011E
应收账款票据	1060.41	1206.23	1343.03	1557.40	增长能力				
存货	2436.87	2289.84	2401.70	2629.30	营收增长率(%)	22.07%	-3.85%	1.94%	6.58%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率(%)	-24.94%	57.35%	6.32%	10.44%
流动资产合计	4475.75	5008.37	5577.41	6547.92	EBIT 增长率(%)	-31.64%	63.55%	4.44%	9.66%
长期投资	109.22	109.22	109.22	109.22	净利润增长率(%)	-39.70%	75.59%	6.31%	10.62%
固定资产	951.88	995.38	1171.31	1293.89	盈利能力				
在建工程	312.28	574.91	529.96	261.99	毛利率(%)	16.00%	19.64%	19.64%	19.69%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率(%)	3.69%	6.74%	7.03%	7.29%
非流动资产合计	1796.70	1858.14	1981.85	1828.01	EBITDA 利润率(%)	6.20%	10.15%	10.59%	10.97%
资产总计	6272.46	6866.50	7559.26	8375.93	ROA(%)	5.45%	8.75%	8.45%	8.43%
循环借款	1292.67	1292.67	1292.67	1292.67	ROE(%)	12.90%	18.72%	17.05%	16.37%
应付账款	1171.44	1166.30	1266.87	1431.02	ROIC(%)	8.88%	14.23%	14.31%	14.52%
预收账款	76.46	70.44	72.09	77.24	偿债能力				
其他应付款	35.55	25.25	31.65	36.78	资产负债率(%)	57.72%	53.28%	50.47%	48.48%
流动负债合计	2955.81	2993.23	3150.20	3395.67	流动比率(倍)	1.51	1.67	1.77	1.93
非流动负债合计	664.90	664.90	664.90	664.90	速动比率(倍)	0.66	0.86	0.96	1.11
负债合计	3620.71	3658.14	3815.10	4060.57	价值评估				
股本	472.46	624.10	624.10	624.10	P/B(倍)	1.69	3.72	3.18	2.76
资本公积	574.34	542.11	669.05	809.47	P/E(倍)	13.14	19.87	18.69	16.90
未分配利润	1202.30	1602.83	1976.20	2367.71	EV/收入(倍)	0.53	1.33	1.27	1.13
股东权益	2651.75	3208.37	3744.16	4315.36	EV/EBITDA(倍)	8.55	13.07	11.95	10.33
负债和股东权益	6272.46	6866.50	7559.26	8375.93	EV/EBIT(倍)	10.44	15.34	14.29	12.44

资料来源：东方证券研究所

附表：厦工股份财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	5890.76	6528.97	7378.66	8463.27	税后利润	187.02	201.95	251.56	303.82
营业成本	4971.45	5585.65	6304.76	7226.28	经常性现金支出	182.13	163.85	170.82	183.42
主营业务税金及附加	9.88	11.75	14.31	15.65	非经常性现金支出	(26.91)	4.52	5.64	7.17
销售费用	448.75	489.67	538.64	609.36	营运资金变动	(845.17)	85.10	(213.83)	(289.08)
管理费用	135.05	143.64	162.33	186.19	少数股东损益	(0.58)	1.19	1.49	1.80
财务费用	103.05	61.27	56.96	54.37	经营活动现金净流	(503.52)	456.63	215.67	207.13
营业利润	222.58	236.99	301.66	371.43	资本开支	271.64	141.37	20.84	9.62
非经常性损益	(5.67)	2.00	(3.96)	(11.88)	其他投资	0.00	(1.37)	(1.37)	(1.37)
税前利润	216.91	239.00	297.70	359.55	投资活动现金净流	(339.12)	(139.26)	(19.43)	(8.77)
所得税	30.47	35.85	44.66	53.93	贷款增加	318.56	0.00	0.00	0.00
净利润	186.44	203.15	253.05	305.62	支付股利利息	(115.20)	(52.20)	(82.11)	(95.05)
少数股东损益	(0.58)	1.19	1.49	1.80	其他融资	316.81	(26.13)	(10.76)	(9.59)
归属母公司净利润	187.02	201.95	251.56	303.82	筹资活动现金净流	201.61	(78.33)	(92.86)	(104.64)
EPS (元/股)	0.27	0.29	0.36	0.43	现金净流量	(641.02)	239.04	103.38	93.72
资产负债表 (人民币百万元)					现金期初余额	1022.35	381.33	620.37	723.75
					现金期末余额	381.33	620.37	723.75	817.47
	2008	2009E	2010E	2011E	比率分析				
货币资金	454.87	693.90	797.28	891.00		2008	2009E	2010E	2011E
应收账款票据	1016.75	1175.21	1463.36	1839.03	增长能力				
存货	2181.49	2326.48	2560.04	2860.18	营收增长率(%)	16.14%	10.83%	13.01%	14.70%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率(%)	17.49%	-1.41%	17.55%	16.96%
流动资产合计	3747.44	4336.07	4975.20	5762.15	EBIT 增长率(%)	17.00%	-8.40%	20.24%	18.73%
长期投资	148.56	148.56	148.56	148.56	净利润增长率(%)	-12.53%	8.96%	24.56%	20.78%
固定资产	759.38	742.83	790.14	746.31	盈利能力				
在建工程	77.79	165.56	63.11	32.62	毛利率(%)	15.61%	14.45%	14.55%	14.62%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率(%)	3.16%	3.11%	3.43%	3.61%
非流动资产合计	1196.57	1251.22	1189.40	1108.09	EBITDA 利润率(%)	6.46%	5.74%	5.97%	6.09%
资产总计	4944.01	5587.29	6164.61	6870.24	ROA(%)	3.77%	3.64%	4.10%	4.45%
循环借款	1157.41	1157.41	1157.41	1157.41	ROE(%)	10.38%	10.32%	11.61%	12.60%
应付账款	1559.37	1809.42	2105.19	2485.01	ROIC(%)	9.81%	8.82%	9.95%	10.29%
预收账款	84.96	110.58	123.95	139.21	偿债能力				
其他应付款	(85.70)	(45.30)	(69.47)	(92.74)	资产负债率(%)	63.67%	64.78%	64.64%	64.70%
流动负债合计	3069.11	3540.71	3905.71	4366.54	流动比率(倍)	1.22	1.22	1.27	1.32
非流动负债合计	78.85	78.85	78.85	78.85	速动比率(倍)	0.48	0.53	0.58	0.63
负债合计	3147.96	3619.57	3984.56	4445.39	价值评估				
股本	699.27	699.27	699.27	699.27	P/B(倍)	1.81	2.84	2.57	2.30
资本公积	558.68	599.07	649.38	710.14	P/E(倍)	17.09	27.25	21.88	18.11
未分配利润	379.59	499.59	647.53	814.59	EV/收入(倍)	0.66	0.91	0.79	0.68
股东权益	1796.05	1967.73	2180.04	2424.85	EV/EBITDA(倍)	10.25	15.91	13.30	11.19
负债和股东权益	4944.01	5587.29	6164.61	6870.24	EV/EBIT(倍)	11.97	20.01	16.35	13.55

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15 以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5~15；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5~+5 之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5 以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5 以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5~+5 之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5 以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn