

2009 年 09 月 30 日

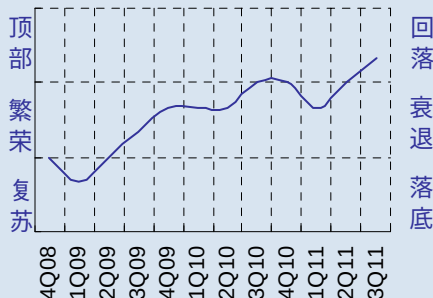
长期竞争力评级：高于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	19.45
市场优化平均市盈率	20.60
国金工程机械指数	8664.00
沪深 300 指数	3004.81
上证指数	2779.43
深证成指	11206.85
中小板指数	4438.54



行业景气周期预期4Q08-3Q11



机械行业研究小组

董亚光

 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

工程机械行业 2009 年 4 季度报告

——国内春意盎然，出口寒冬将退

减持

持有

增持

投资要点

- 前 8 个月工程机械的需求特点是国内强于国外，这与国内固定资产投资的高增长是密切相关的。1-8 月我国城镇固定资产投资增速为 33%，高出上年同期 5.6 个百分点。
- 我们认为四季度基建投资保持高增长，房地产投资回升，从而保证了固定资产投资仍可持续快速增长，工程机械国内需求不会明显下滑。
- 鉴于发达经济体经济已经企稳，以及大宗商品价格恢复到合理水平，我们认为发展中国家的固定资产投资增速将开始触底回升。4 季度出口应不会继续下滑，目前企业已反映海外客户需求意向开始增加，乐观地估计 11 月下旬出口订单可能有所回升。
- 根据目前投资增速和进出口形势，我们估计全年社会固定资产投资增速为 28%，出口额下降 35%，进口额下降 20%。按表观消费模型，我们预计 09 年工程机械行业收入达到 2,949 亿元，较上年增长 6.8%。
- 主要工程机械产品中预计挖掘机和汽车起重机 09 年销量将实现正增长，此外混凝土机械销量也将实现同比增长。
- 4 季度投资机会可能来自 3 季报超预期和出口回升。综合考虑企业的产品多元化发展程度和公司治理结构，我们认为目前中联重科和三一重工具有相对领先优势，进攻性最强；其次为估值较低的徐工机械和柳工。
- 我们认为中国的工程机械企业既有中国这个大市场的本土优势，其产品性价比又在发展中国家市场具有很强的竞争力，今后较长时期里中国的工程机械龙头企业发展速度都会远高于国际同行，与国外主要工程机械企业比较，当前的估值水平具有较大的吸引力，维持行业增持建议。

行业内重点公司投资评级

股票名称	收盘价 (元)	EPS09E (元)	EPS 10%09	EPS10E (元)	PE09E	PE10E	投资评级	备注
中联重科	23.90	1.04	25.96%	1.31	22.98	18.24	买入	按增发摊薄20%
三一重工	33.18	1.38	22.46%	1.69	24.04	19.63	买入	计入挖掘机资产
徐工机械	32.10	1.83	22.40%	2.24	17.54	14.33	买入	
柳工	16.42	1.00	20.00%	1.20	16.42	13.68	买入	
山推股份	10.13	0.53	30.19%	0.69	19.11	14.68	买入	
安徽合力	10.59	0.19	94.74%	0.37	55.74	28.62	持有	
厦工股份	6.22	0.21	23.81%	0.26	29.62	23.92	持有	
平均	18.93	0.88	0.34	1.11	26.49	19.02		

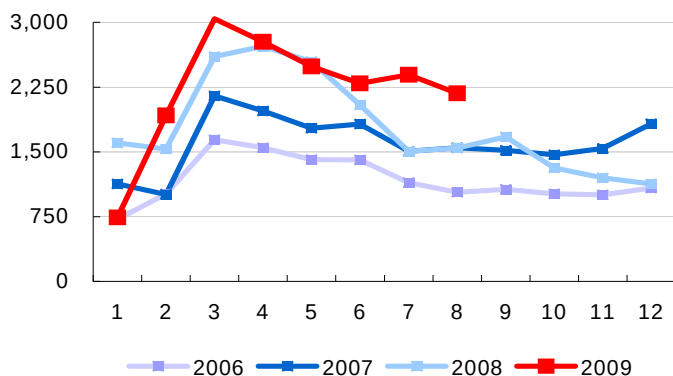
来源：国金证券研究所

1-8 月销量同比继续改善

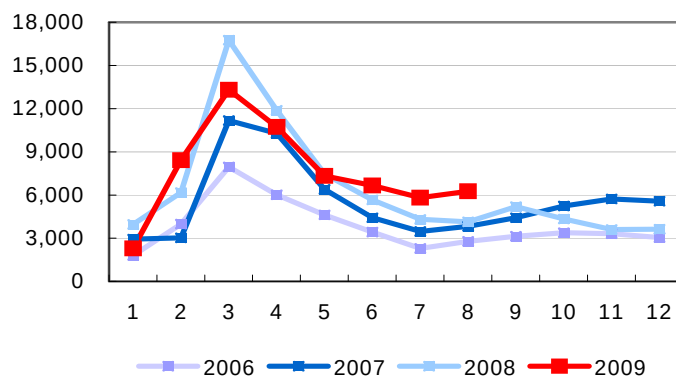
单月销量同比明显回升

- 根据行业协会的统计，1-8 月 主要产品累计销量如下：汽车起重机 17,826 台，同比增长 10.7%；液压挖掘机 60,856 台，同比持平；推土机 5,420 台，下降 15.8%；装载机 93,179 台，下降 29.1%；叉车 83,372 台，同比下降 32.6%。

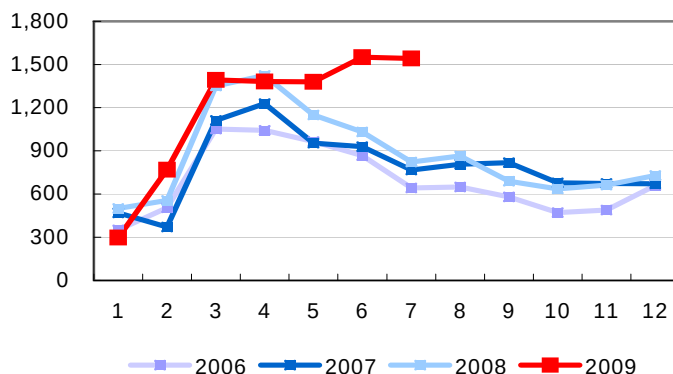
图表1：汽车起重机单月销量 台



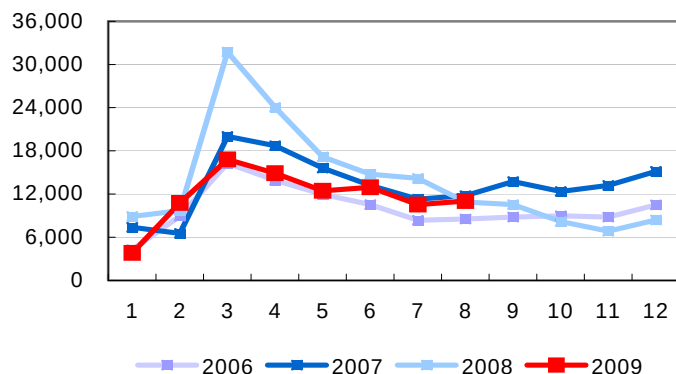
图表2：挖掘机单月销量 台



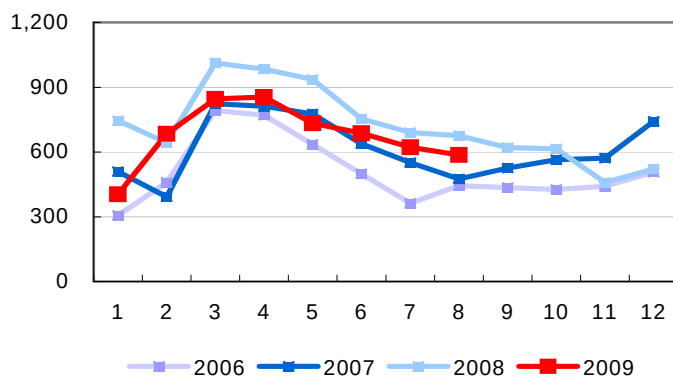
图表3：压路机单月销量 台



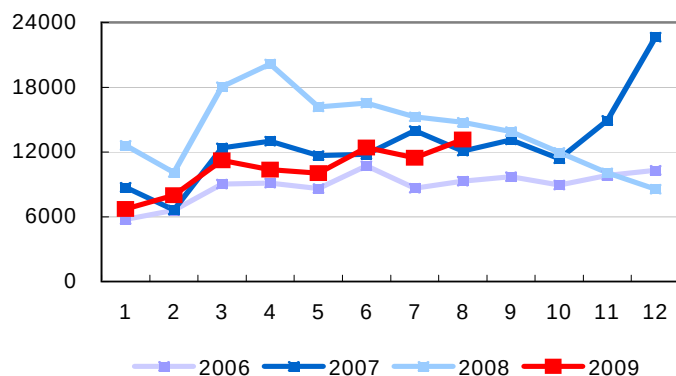
图表4：装载机单月销量 台



图表5：推土机单月销量 台



图表6：叉车单月销量 台



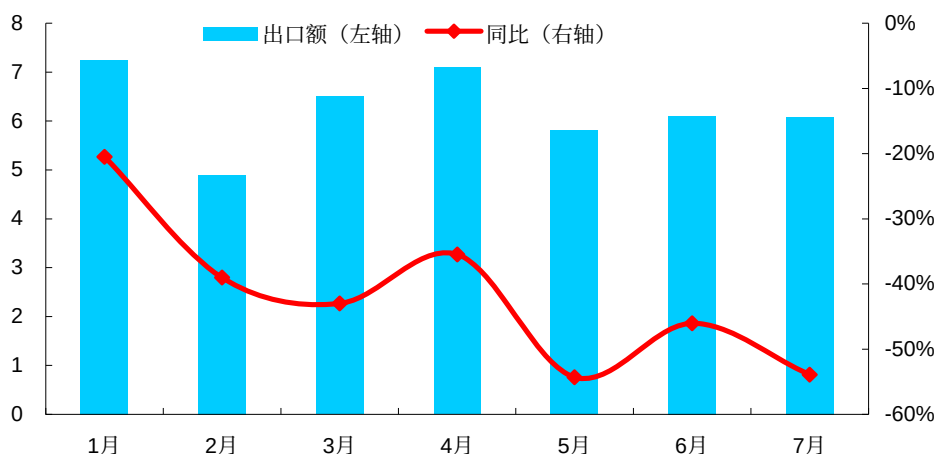
来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

- 从单月销量看，汽车起重机、挖掘机和压路机均已实现同比增长，装载机和叉车的同比降幅则不断缩小，而推土机因受出口衰退影响大，降幅未有减缓。

出口依然不振

- 1-7 月工程机械进口额为 27.7 亿美元，同比下降 20.9%；出口额为 43.7 亿美元，降幅为 43.1%；实现贸易顺差 16.0 亿美元。

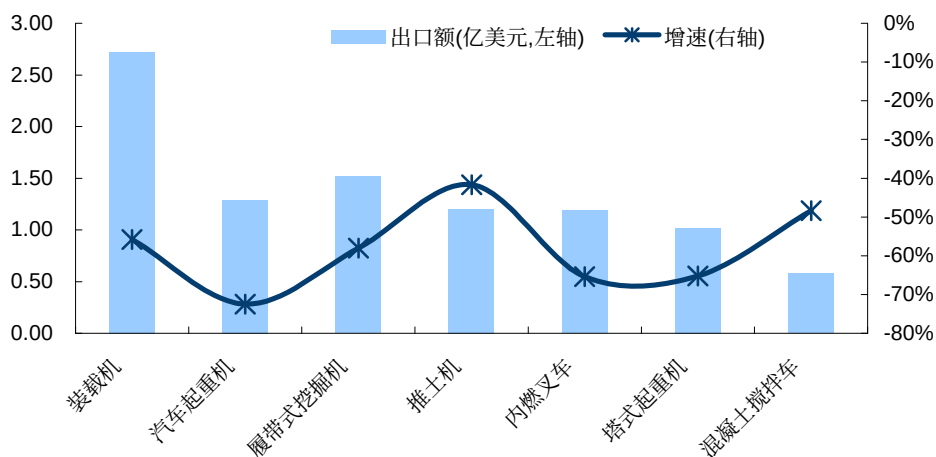
图表7：工程机械09年单月出口 亿美元



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

- 整机出口降幅大于整体出口降幅，装载机、汽车起重机、液压挖掘机等主要的整机产品出口金额均下滑超过 50%，显示海外需求仍较疲弱。

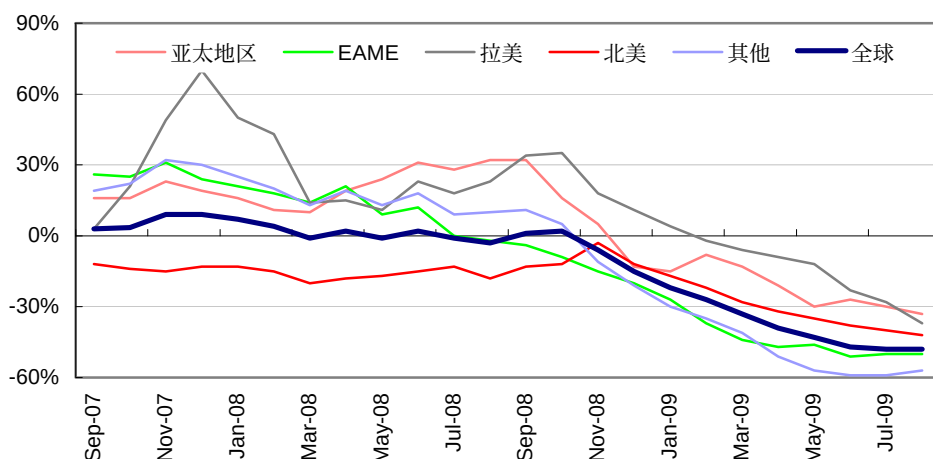
图表8：09年1-7月主要整机产品出口额 亿美元



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

- 目前工程机械的进出口情况已下降到 07 年水平，而单月出口金额趋于稳定，随着海外经济的好转，出口可能也将逐渐回升。跟踪卡特彼勒的销售数据，也可看出其下滑趋势有所趋稳。

图表9：卡特彼勒月度销量增速（滚动 3 个月）



来源：公司网站，国金证券研究所

4 季度需求情况仍较好

国内投资维持快速增长

- 前 8 个月工程机械的需求特点是国内强于国外，这与国内固定资产投资的高增长是密切相关的。1-8 月我国城镇固定资产投资增速为 33%，高出上年同期 5.6 个百分点。

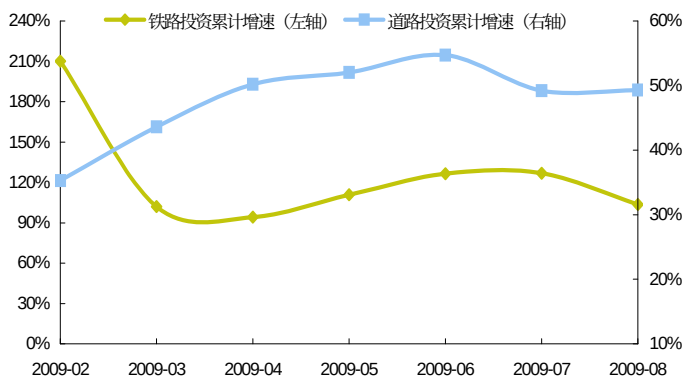
图表10：09 年 1-8 月城镇固定资产投资

分类	09.1-8		08.1-8	
	完成投资 (亿元)	同比增长	完成投资 (亿元)	同比增长
农林牧渔	2,052.78	60.40%	1,280.12	63.50%
铁路运输	3,106.33	103.50%	1,526.62	27.90%
道路运输	5,976.95	49.30%	4,002.69	4.40%
城市公共交通	1,241.53	68.70%	736.12	29.20%
水利、环境和公共设施管理业	10,214.60	50.90%	6,770.23	34.90%
制造业	35,372.85	27.30%	27,779.25	33.00%
房地产业	25,240.85	19.80%	21,068.16	30.50%
其中：住宅	17,663.00	13.30%	15,592.00	30.90%
城镇固定资产投资	112,984.79	33.00%	84,919.69	27.40%

来源：中经网，国金证券研究所

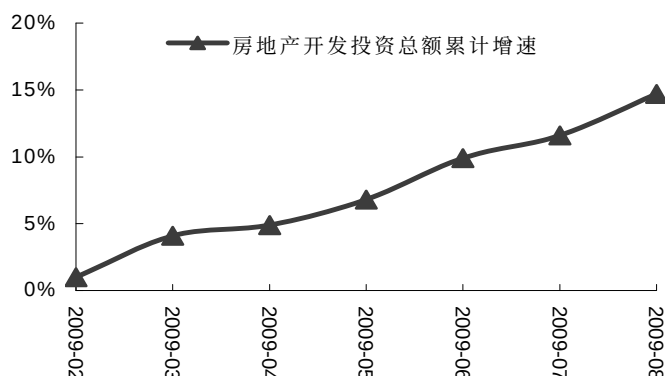
- 其中在基建领域，铁路和道路的投资增速分别为 103.5%和 49.3%，仍然保持高速增长；而房地产投资增速也逐月回升。

图表11：09 年铁路和道路投资累计增速



来源：中经网，国金证券研究所

图表12：09 年房地产开发投资累计增速



- 我们认为四季度基建投资保持高增长，房地产投资回升，从而保证了固定资产投资仍可持续快速增长。
- ◆ 09 年下半年开工的铁路客运专线投资规模达到 1 万亿元，远高于 08 年 4 季度和 09 年上半年（约 6,500 亿元），这意味着 4 季度铁路投资将继续高增长。

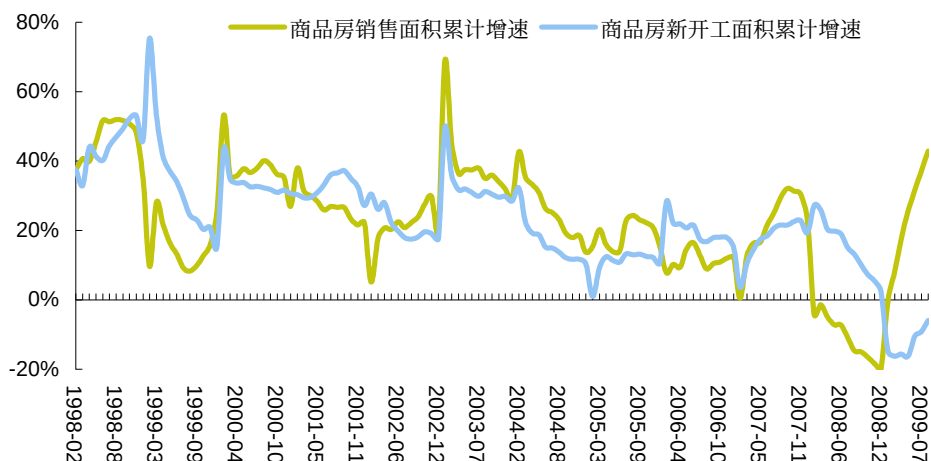
图表13：在建及拟建客运专线项目

线路	设计时速 (公里/小时)	全长 (公里)	投资总额 (亿元)	开工	完工
2008年开工					
北京-上海	350	1,318	2209.4	2008.4.18	2011
北京-石家庄	350	281	438.7	2008.10.7	2012
石家庄-武汉	350	840.7	1167	2008.10.16	2012
广深	350	104.6	167	2008.8.20	2010.5
厦门-深圳	200	501.7	300	2008.1.6	2011
武汉-宜昌	200	291	200	2008.9	2012
重庆-利川	200	264	261.8	2008.12	2012
天津-秦皇岛	350	261	338	2008.11	2011.11
上海-南京	300	300	394.5	2008.7.1	2010
南京-安庆	300	258	126	2008.12	2013.6
绵阳-成都-乐山	250	319	392	2008.12	2012.6
兰州~重庆线	200~250	820	774	2008.9.26	2014
贵阳~广州	200	857	858	2008.11	2014
南宁~广州	200	577.1	410	2008.11	2013
南京~钦州	200	99.1	97.6	2008.12	2011
合计		7,092	8,134		
2009年上半年开工					
合肥~蚌埠	200	131	102	2009.5	2012.6
衡阳~南宁	200	184.7	110	2009.3	2012.6
兰州~成都	200	462	619.4	2009.2	2014.12
南京-杭州	350	249	237.5	2009.3	2011
茂名~湛江	200	103	47	2009.3	2012
东莞-惠州	200	97	253.45	2009.5	2012.1
上海-杭州	350	158	296.8	2009.2	2010
杭州-宁波	350	249	313.8	2009.4	2011.4
合计		1633.7	1979.95		
2009年下半年开工					
重庆~贵阳	250	345	449.2	2009.8	2014
武汉-黄石	200	91	110	2009.9	2011
沈阳~丹东	350	208.9	267	2009下	2013.9
北京-沈阳	350	684	961.6	2009下	2012
徐州-郑州	350	356.7	486.2	2009下	2012
西安-宝鸡	350	148	200	2009下	2012
宝鸡-兰州	250	401	646	2009下	2013
杭州-长沙	350	921.8	1292.4	2009下	2013
长沙-昆明	350	1175	1616	2009下	2013
济南-石家庄	250	319.4	371	2009下	2012.12
重庆-成都	350	302	400	2009下	2013
青岛-荣成	250	299	356	2009下	2012
北京-张家口	350	174	230	2009下	2013
北京-唐山	350	164	315	2009下	2013
长沙-株洲-湘潭	200	99	200	2009下	2014
成都-重庆	350	305	432	2009下	2013
柳州-南宁	250	223	174	2009下	2012
乌鲁木齐~哈密~兰州	200	1776	1435	2009下	2012
海口~三亚	200	302	181.88	2009下	2010
合肥~福州	350	808.4	1173.2	2009底	2014
合计		9103.2	11296.48		

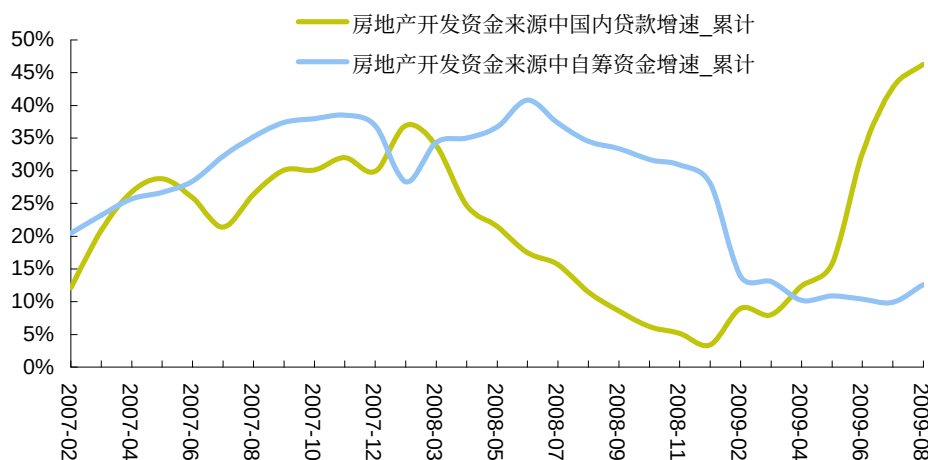
来源：铁道部，国金证券研究所

- ◆ 按交通部规划，09 和 10 年交通建设投资每年将达到约 1 万亿元，足以保证 4 季度的公路投资保持前 3 季度的平均水平。
- ◆ 随着商品房销售形势的不断好转（1-8 月累计增速达到 42.9%的高水平），商品房新开工面积增速也随之好转；同时 1-8 月房地产开发贷款增速达到 46.3%的近年最好水平，也说明房地产企业的开发意愿是比较积极的，因此 4 季度房地产投资增速将会继续回升。

图表14：商品房销售和开工情况



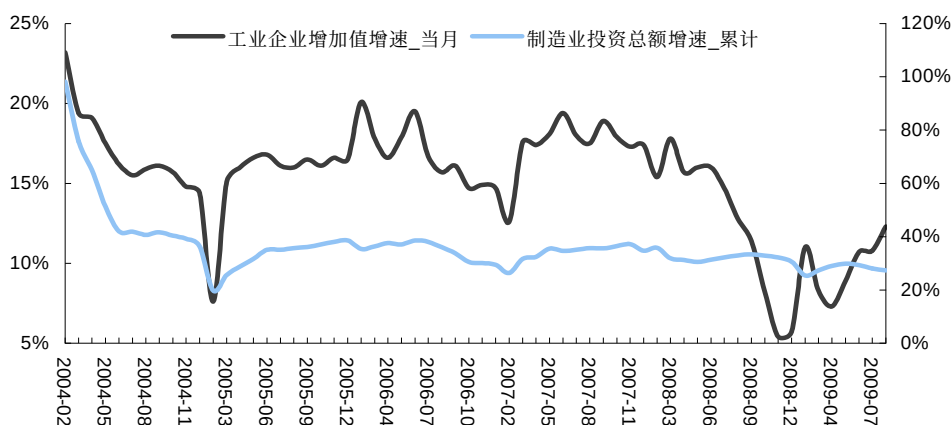
图表15：房地产开发资金来源



来源：中经网，国金证券研究所

- ◆ 1-8 月制造业投资增速为 27.3%，环比下降 0.8 个百分点。根据历史数据，制造业投资增速与单月工业增加值增速相关性较强，因此制造业投资增速随着工业增加值增速的回升将保持在较好水平。

图表16：制造业投资与工业增加值增速

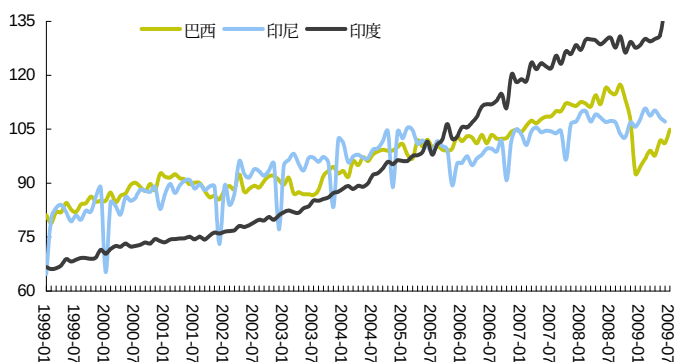


来源：中经网，国金证券研究所

出口应已触底

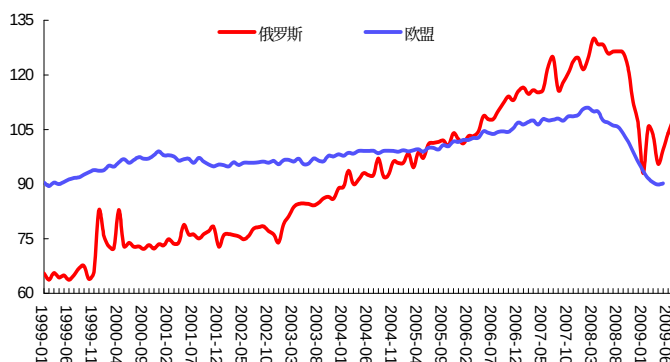
- 我国工程机械 70%以上出口到发展中国家，因此发展中国家的经济和投资状况对出口影响很大。
- 目前巴西、印度、俄罗斯、印尼等主要发展中国家的工业生产正在逐渐恢复，显示这些国家的经济形势正在好转；而欧盟地区为代表的发达经济体的经济形势仍处于底部。

图表17：巴西、印尼、印度工业生产指数



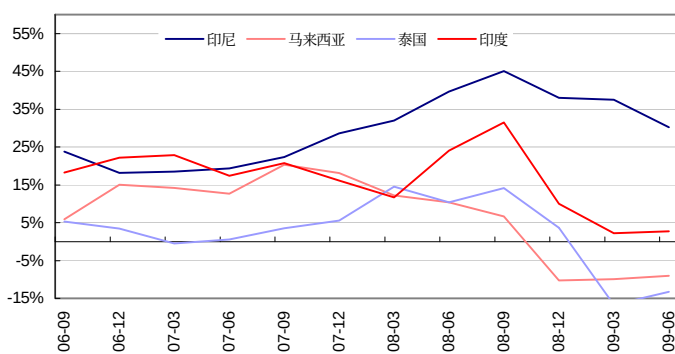
来源：中经网，国金证券研究所

图表18：俄罗斯、欧盟工业生产指数 (2005 年=100)



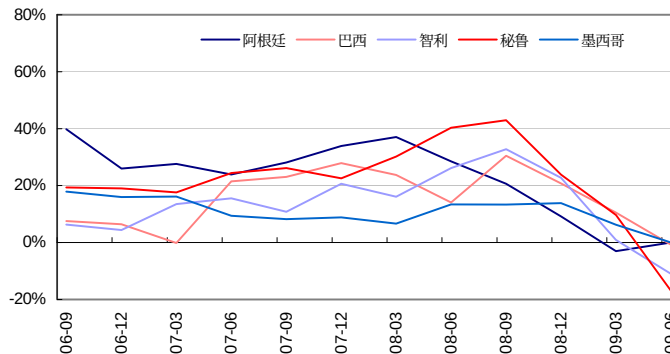
- 鉴于发达经济体经济已经企稳，以及大宗商品价格恢复到合理水平，我们认为发展中国家的固定资产投资增速将开始触底回升。

图表19：印尼、马来西亚、泰国、印度 FAI



来源：CEIC，国金证券研究所

图表20：美洲主要发展中国家 FAI



- 我们判断 4 季度出口应不会继续下滑，目前企业已反映海外客户需求意向开始增加，乐观地估计 11 月下旬出口订单可能有所回升。

综上，我们认为 4 季度工程机械的国内外总体需求不会明显下滑，可能仍维持与 3 季度接近的水平。

09 年行业收入可实现小幅增长

- 根据目前投资增速和进出口形势，我们估计全年社会固定资产投资增速为 28%，出口额下降 35%，进口额下降 20%。按上述参数调整后，我们预计 09 年工程机械行业收入达到 2,949 亿元，较上年增长 6.8%。

图表21：国金工程机械表观消费模型

年份	社会固定资产投资 (A) (亿元)	工程机械销售收入 (亿元)	工程机械进口额 (亿美元)	工程机械出口额 (亿美元)	工程机械表观消费额 (B) (亿元)	同比增长	B/A
1997	25,300	341	13.1	2.9	425	-4.20%	1.68%
1998	28,406	351	9.9	2.3	413	-2.80%	1.46%
1999	29,855	420	14.6	4.2	506	22.39%	1.69%
2000	32,918	480	13.1	5.1	547	8.02%	1.66%
2001	37,213	560	15.5	6.9	631	15.48%	1.70%
2002	43,500	773	20.5	7.0	884	40.09%	2.03%
2003	55,567	1,036	35.6	10.5	1,244	40.65%	2.24%
2004	70,477	1,157	36.4	18.5	1,305	4.94%	1.85%
2005	88,604	1,262	30.6	29.4	1,272	-2.51%	1.44%
2006	108,097	1,621	39.3	50.1	1,535	20.62%	1.42%
2007	137,324	2,206	49.4	87.0	1,922	25.25%	1.40%
2008	172,291	2,761	60.2	134.2	2,250	17.04%	1.31%
2009E	220,532	2,949	48.1	87.2	2,682	19.18%	1.22%

来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

- 我们对主要工程机械产品 09 年销量预测如下，挖掘机和汽车起重机将实现正增长，此外混凝土机械销量也将实现同比增长。

图表22：09 年部分工程机械产品销量预测（台）

产品	液压挖掘机			汽车起重机			装载机			叉车			推土机		
	出口量	内销量	销量	出口量	内销量	销量	出口量	内销量	销量	出口量	内销量	销量	出口量	内销量	销量
2008	5,240	71,856	77,096	3,668	17,751	21,419	16,259	149,076	165,335	59,977	108,142	168,119	3,193	5,463	8,656
乐观	-30%	15%	12%	-35%	30%	19%	-30%	-10%	-12%	-30%	-10%	-17%	-25%	10%	-3%
中性	-50%	10%	6%	-50%	25%	12%	-45%	-25%	-27%	-50%	-20%	-31%	-40%	5%	-12%

来源：中国工程机械协会，国金证券研究所

投资策略

4 季度投资机会

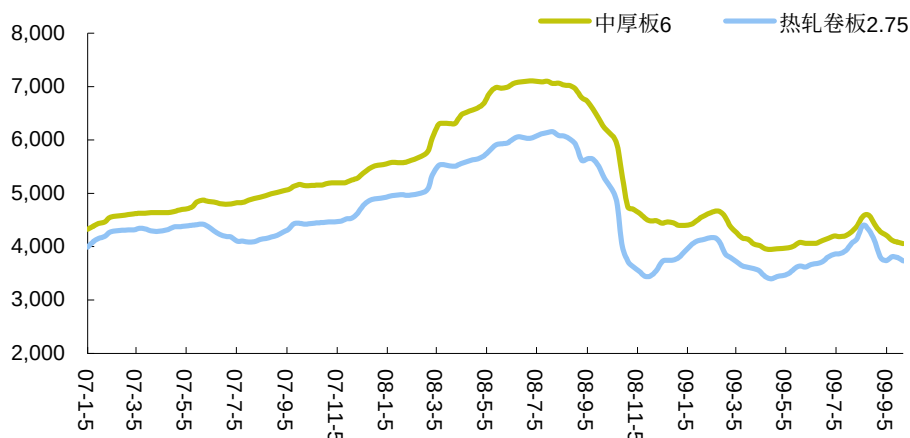
- 如果出口未能大幅回升，因天气因素，我们认为 4 季度工程机械的销量将不太可能明显超预期，因此 4 季度投资机会可能来自以下方面：
 - ◆ 三季报超预期的公司，其盈利预测可能会上调，对股价有积极影响。
 - ◆ 11 月以后出口开始好转，对行业估值提升将有较大帮助。根据出口对利润的影响程度，工程机械上市公司按出口弹性排序由大到小依次为安徽合力、徐工机械、山推股份、三一重工、中联重科、柳工、厦工股份。

- 综合考虑企业的产品多元化发展程度和公司治理结构，我们认为目前中联重科和三一重工具有相对领先优势，进攻性最强；其次为估值较低的徐工机械和柳工。
- 鉴于中国工程机械行业较强的（全球）竞争力，我们认为该行业仍是很好的投资标的，维持增持建议。

钢价低位盘整有助盈利能力稳定

- 钢材直接成本占工程机械产品成本的 20-30%，同时钢材价格的变化还会影响到柴油机等外购件的价格，因此在目前需求增长的状况下，钢材价格尤其是中厚板价格处于低位有助于提升工程机械企业的盈利能力。
- 当前中厚板均价较 08 年均价下降超过 30%，由于钢铁行业产能过剩局面暂未改观，我们预计 4 季度钢铁价格不会大幅上涨，对工程机械成本影响不大。

图表23：中厚板价格走势 元/吨



来源：Mysteel，国金证券研究所

国际比较下国内估值有较大吸引力

- 目前海外主要工程机械企业 09 年 PE 估值水平为 20.6 倍，而 10 年为 27 倍左右（扣除超过 50 倍的日立、沃尔沃、小松），意味着 2010 年这些企业的业绩仍将会负增长。

图表24：海外工程机械企业估值

公司名称	PE08	PE09E	PE10E	PB08	PB09E	PB10E
卡特彼勒	7.9	37.3	29.5	4.4	5.3	5.1
约翰迪尔	8.0	17.4	16.9	2.5	2.4	2.0
特雷克斯	3.1	N/A	N/A	0.9	1.2	1.2
马尼托瓦克	3.0	22.3	43.7	0.9	2.3	2.1
日立建机	12.1	22.8	111.7	0.7	1.4	1.4
小松	14.0	16.2	52.3	1.3	1.9	2.1
久保田	16.8	18.8	23.9	1.4	1.5	1.7
多田野	10.8	9.5	22.5	0.7	0.6	0.7
沃尔沃	8.7	N/A	64.5	1.0	2.1	2.0
平均	9.39	20.61	52.14	1.54	2.06	2.02

来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 我们认为中国的工程机械企业既有中国这个大市场的本土优势，其产品性价比又在发展中国家市场具有很强的竞争力，今后较长时期里中国的工程机械龙头企业发展速度都会远高于国际同行，当前的估值水平具有较大的吸引力。

重点公司简析

中联重科：买入

- 09 年上半年公司实现收入 9,267 百万元，同比增长 49.08%；实现净利润 1,084 百万元，同比增长 21.16%；按最新股本摊薄 EPS 为 0.65 元，经营业绩令人满意。
- 我们认为公司发展情况好于预期，改善迹象明显：
 - ◆ 主营业务毛利率环比回升，2 季度为 26.16%，好于 1 季度的 25.16% 和 08 年 4 季度的 25.28%，扭转了毛利率下降的趋势。毛利率回升的主要原因是较高毛利率（27.38%）的混凝土机械业务占比上升以及高毛利率（86.03%）的融资租赁业务的贡献。
 - ◆ 混凝土机械业务收入 3,534 百万元，同比大幅增长 62%，并未如先前预期的出现下滑；即使按母公司（不含 CIFA）收入数据计算，仍同比增长 30%，远好于市场预期；同时母公司混凝土机械的毛利率为 32.51%，仍保持较高水平，这与泵车占比提高和市场需求结构转向 43 米以上长臂架车型有关。
 - ◆ 费用控制有力，期间费用占收入比例为 10.94%，远低于 08 年的 14.16%，也低于上年同期的 11.58%，显示公司在财务费用大幅增加（由上年同期的 93 百万元大幅上升至当期的 210 百万元）的同时，总体费用仍得到有效控制。
 - ◆ 上半年公司的经营性现金流为 628 百万元，较上年同期的-256 百万元有显著好转，主要原因是公司加大回款力度，并增加了应付票据的使用（由年初的 1,539 百万元增加至期末的 3,136 百万元）。
- 但公司起重机械业务毛利率有所下降，由 08 年上半年的 27.41%降至 23.92%，这与起重机的需求结构发生变化（中小吨位产品占比上升和出口比例下降）有关，预计下半年情况将有所好转。
- 公司期末应收帐款净值为 5,117 百万元，较期初增加 1,426 百万元，增幅为 38.63%，低于收入增幅；与 1 季度末的 4,515 百万元相比，2 季度应收帐款增加 602 百万元，增幅放缓。
- 受金融危机影响，CIFA 公司上半年收入约 728 百万元，毛利率仅 7.66%（根据合并和母公司营业收入和成本数据推算），估计上半年经营亏损，随着协同效应的显现，公司预计 4 季度单季可实现扭亏。
- 出口收入：上半年公司海外收入为 1,255 百万元，同比增长 23.27%；若扣除 CIFA 收入，则实际出口仅为 527 百万元，同比下降 48%。目前公司产品的海外需求意向有所上升，但订单尚无明显回暖。
- 由于政府的 4 万亿投资规划仍在落实中，我们预计下半年基建投资仍会保持高水平，而在政府降低商品房项目资本金比例（由 35%降至 20%）和商品房销售回暖刺激下，预计下半年房地产开发投资亦将明显回升，因此我们认为公司多数产品需求将会保持上半年水平，且仍存在超预期的可能。
- 因此根据公司目前经营情况和对未来的判断，我们调高了 09-11 年公司主营业务的发展速度，尤其是混凝土机械业务的增速，预计 09-11 年公司主营收入分别为 18,631、22,188 和 27,145 百万元，实现净利润分别为 2,098、2,626 和 3,322 百万元，EPS 分别为 1.25、1.57 和 1.99 元。

- 我们依然看好公司的中长期发展，如果成功实施再融资，将会大大增强公司的发展潜力，根据目前市场估值水平和公司的综合实力，我们给予公司 09 年 25 倍 PE 的估值，6-12 月目标价格 31.25 元，维持买入建议。

三一重工：买入

- 08 年上半年公司实现收入 7,495 百万元，同比增长 4.2%；实现归属于母公司的净利润 793 百万元，同比下降 2.9%；EPS 为 0.53 元。
- 关注点：
 - ◆ 混凝土机械业务超预期，上半年实现收入 4,038 百万元，同比增长 6.6%，好于原先同比下滑的预期，主要是因为受高铁等基建投资拉动，混凝土搅拌站收入大幅增长，抵消了泵车销量下滑的影响；同时混凝土机械的毛利率同比增加了 1.14 个百分点，达到 38.17%，高于 08 年全年的 36.13%，其原因是 42M 以上长臂架泵车占比上升和钢材成本下降导致。
 - ◆ 其它工程机械产品（包括履带起重机、路面机械、旋挖钻机、配件等）收入 2,585 百万元，同比持平；毛利率为 27.78%，同比下降 1.19 个百分点，也低于 08 年全年的 29.96%。主要原因是履带起重机、路面机械销量受出口大幅下降影响同比下降，抵消了旋挖钻的增长。
 - ◆ 出口：上半年公司出口额仅为 700 百万元，同比减少 50.22%，出口占收入比不到 10%，远低于上年同期的 20%；出口毛利率为 30.50%，同比下降了 4.3 个百分点，也低于 08 年全年的 33.31%。由于海外需求回升较缓，预计全年出口仍将较大幅度下降。
 - ◆ 费用率：当期营业费用和管理费用占收入比例为 13.65%，略低于上年同期的 13.81%，明显低于 08 年的 15.30%，主要是因为高管带头降薪导致管理费用同比下降 17%，预计全年的费用率仍将得到控制。
 - ◆ 应收帐款和存货：6 月末应收帐款为 4,065 百万元，同比增长 30%，较年初增加 954 百万元，高于 1 季度末的 3,659 百万元，周转率有所下降；存货为 3,647 百万元，同比增长 6%，与 1 季度末持平，较年初增加 636 百万元，周转水平保持稳定。
 - ◆ 经营性现金流：上半年为 151 百万元，因应收帐款和存货增加，低于净利润；但好于上年同期的 47 百万元，更是较 1 季度的-524 百万元有显著好转。
- 公司定向增发收购挖掘机业务资产一事仍在等待发审委过会，公司希望 9 月能够完成。
- 由于公司混凝土机械业务超预期，我们调高对公司的盈利预测，预计 09-11 年 EPS 分别为 1.23、1.52 和 1.87 元。考虑承诺的挖掘机业务 09-11 年 380、450 和 500 百万元的净利润，备考挖掘机资产注入后（股本增加 118 百万股）09-11 年 EPS 分别为 1.38、1.69 和 2.04 元。
- 鉴于房地产投资逐渐回升和出口已过最差时期，我们看好公司的发展，按 25 倍 PE09，我们给予公司目标价格为 34.50 元，维持买入建议。

徐工机械：买入

- 徐工机械资产整合后主营业务以工程起重机为主，08 年起重机业务收入和毛利分别占到总额的 63%及 78%。
- 我们预计 2010 年工程起重机销量增速为 10%~20%，同时由于销量结构的转好，行业的收入及利润增速将快于销量增速。
 - ◆ 我们将影响工程起重机行业景气度的关键因素分解为：出口、房地产投资、制造业投资及基建投资。展望 2010 年，出口、房地产及制造业需求将有所回暖，基建需求保持平稳；

- ◆ 同时由于制造业与出口所需的工程起重机结构（大吨位起重机占比高）要好于以基建为主导的需求，因此 2010 年工程起重机的销量结构将有望好转。
- 公司在工程起重机行业具备显著的竞争优势，且该优势在未来数年内将长期存在：
 - ◆ 徐重是我国最大的移动起重机生产厂家，08 年其轮式起重机市场份额高达 56.5%，遥遥领先于其他竞争对手。难能可贵的是公司的销售业绩是在极其保守的销售政策下完成的，在工程机械设备销售条件日渐宽松的环境下，显示公司产品具备强大的竞争力；
 - ◆ 工程起重机行业壁垒较高，徐重的核心优势在于其注重技术研发，同时徐重已形成完善的移动起重机的生产、配件、销售体系，更为重要的是在行业内拥有极高的品牌号召力。
- 公司的主要风险点来自：1) 产品结构单一；2) 激励机制尚待完善；3) 再融资存在的不确定性。
- 我们预计徐工科技 2009~2011 年可分别实现销售收入 17,882、20,596 及 23,525 百万元，同比增长 12.54%、15.18%及 14.22%；可分别实现归属于母公司净利润 1,590、1,943 及 2,301 百万元，折合每股收益 1.833、2.239 及 2.653 元，同比分别增长 23.97%、22.18%及 18.47%。
- 由于公司再融资所存在的不确定性，我们给予公司 09 年 22~24 倍目标市盈率，对应股价区间为 40.33~43.99 元，予以“买入”评级。

柳工：买入

- 09 年上半年公司实现收入 4,989 百万元，同比下降 11.17%；实现净利润 369 百万元，同比增长 0.59%，EPS 为 0.57 元；略好于我们的预期。
- 主要产品销量分别为装载机 14,577 台，同比减少 20%；挖掘机 1,463 台，同比减少 4%；压路机 878 台，同比增长 37%；起重机 675 台，增长 19%。由于主要产品装载机和挖掘机的销量减少导致了主营收入的下降。
- 公司出口业务明显下滑，出口收入为 382 百万元，同比下降 42%；出口整机 1,600 台，同比下降 32%；出口占收入比重仅为 7.66%，低于上年的 11.79%。
- 因原材料成本仍处低位，主要产品毛利率保持稳定，公司上半年主营业务毛利率为 20.54%，仍较 1 季度的 20.13%继续上升，同比增加 3.4 个百分点，销售净利率达到 7.40%的历史较好水平。
- 上半年公司土石方机械业务（装载机、挖掘机）收入为 3,935 百万元，占主营收入比重为 78.87%，低于上年同期的 83.64%，毛利率为 21.09%，同比增加 3.32 个百分点；由于钢材等原材料价格逐渐上升，我们预计下半年公司土石方机械的毛利率将略有下降。
- 公司其它工程机械及配件业务毛利率为 17.37%，同比上升了 3.98 个百分点，是导致主营业务毛利率提高的又一因素。
- 公司 6 月底应收帐款为 1,095 百万元，虽高于年初的 788 百万元，但低于 1 季度末的 1,302 百万元和上年同期的 1,225 百万元，周转率有所上升；而应收票据为 579 百万元，较年初的 234 百万元和 1 季度末的 169 百万元有明显增加，显示公司增加了票据的使用，降低了货款回收的风险。
- 期末公司存货为 1,969 百万元，不仅低于年初的 2,437 百万元，也低于 1 季度末的 2,629 百万元和上年同期的 2,510 百万元，说明公司吸取了 08 年 4 季度的经验教训，将存货控制在适当水平。
- 由于存货的同比大幅减少，公司上半年经营活动产生的现金流为 826 百万元，远好于上年同期的-113 百万元，较 1 季度的 535 百万元亦继续增加，显示公司对用户的信贷资质控制良好。

- 上半年公司的期间费用率为 10.39%，高于上年同期的 8.76%，但低于 08 年的 11.83%，预计下半年公司仍会严格控制费用支出，全年期间费用率不会超过 08 年。
- 根据公司目前产品的销售形势和盈利能力，我们将 09、10 和 11 年的 EPS 预测分别由 0.90、1.06 和 1.25 元上调至 1.00、1.20 和 1.40 元。
- 目前公司股价的 PE09E 只有 15.20 倍，我们认为虽然公司装载机产品需求弹性不高，但挖掘机业务仍有很大发展空间，而且汽车起重机业务也有较大潜力，随着经济的复苏，公司主业仍将较快增长。按 20-22 倍 PE09 给予公司 6-12 月目标价格为 20.00-22.00 元，维持买入建议。

山推股份：买入

- 09 年上半年公司实现收入 3,310 百万元，同比下降 10.50%；而归属于母公司的净利润为 202 百万元，同比下降 47.09%；EPS 为 0.27 元，业绩仍明显下滑。
- 公司收入和净利润的减少主要是因为推土机业务和投资收益的下降导致的：
 - ◆ 公司上半年推土机销量 2,397 台，同比减少 13%；而推土机收入为 1,100 百万元，同比下降 29%；推土机销售均价为 459 千元/台，同比下降 18%。其中内销约 1,837 台，同比增长 15%；出口约 560 台，同比下降约 52%；出口量的大幅下降导致总体销量出现了负增长。
 - ◆ 由于国内需求以盈利能力弱的 160 马力以下机型为主，而出口以盈利能力好的 220 马力以上为主，因此出口比例的下降使得推土机的毛利率较上年同期大幅下降了 7.7 个百分点，降至 17.32%，导致主营业务毛利率由上年同期的 18.62%降至上半年的 15.01%；但环比有所好转，高于 1 季度的 13.93%。
 - ◆ 上半年投资收益为 69 百万元，同比下降 41%，主要是受参股子公司小松山推净利润明显下降影响。当期小松山推实现收入 2,915 百万元，同比下滑 33%；净利润为 196 百万元，同比下滑 44%。
- 期末公司的应收帐款为 686 百万元，较年初增长 26%，但低于 08 年同期的 743 百万元；存货为 1,074 百万元，较年初减少 205 百万元，显示应收帐款和公司库存已处于正常状态；预收帐款为 116 百万元，少于 1 季度的 126 百万元，也低于上年同期的 157 百万元，可能说明短期需求回升乏力。
- 公司当期经营性现金流为 275 百万元，高于净利润水平，较上年同期的 187 百万元大幅增加，现金回笼情况较好主要是存货下降导致，这有助于公司保持资产负债率处于较低水平（期末为 42.65%）。
- 目前公司推土机出口情况仍未有起色，基于谨慎考虑，我们调低了公司的盈利预测，将 09-11 年 EPS 由 0.68、0.84 和 0.99 元调至 0.53、0.69 和 0.91 元；鉴于政府投资拉动将继续保持公司推土机的国内销量增长，而出口已处于底部，我们维持对公司的买入建议。

安徽合力：持有

- 09 年上半年公司实现收入为 1,324 百万元，同比下降 34.79%，实现净利润为 6 百万元，同比下降 96.16%，实现了扭亏为盈；EPS 为 0.017 元。
- 当期主营业务毛利率为 13.71%，好于 1 季度的 11.37%，但仍处于较低水平，主要原因是叉车业务毛利率未有明显回升和出口毛利率的下降；随着高价库存的消化和销量的回升，我们预计下半年主营业务毛利率将继续回升。

图表25：公司单季主营业务毛利率比较

季度	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
主营业务毛利率	21.09%	19.23%	16.26%	15.32%	11.37%	15.56%

来源：公司资料，国金证券研究所

- ◆ 上半年叉车收入为 1,057 百万元，同比减少 31.86%；销量估计约为 15,000 台，同比下降约 25%；则叉车单价约 7 万元/台，同比下降约 10%，单价下降与产品结构低档化和降价促销有关；由于单价和销量下降，叉车毛利率仅为 13.64%，同比减少 5.85 个百分点。
- ◆ 但叉车业务降幅好于行业-37%的降幅，产品市场占有率上升了 4.5 个百分点，市场地位得到提升。
- ◆ 当期出口收入为 149 百万元，同比下降 75.63%，出口占收入比重为 11.42%，远低于上年同期的 30.35%；出口毛利率为 14.16%，较上年同期的 22.87%也有大幅下滑。
- 公司当期装载机销量估计约 200 台，因销量水平低，该业务仍处于亏损状态，毛利率为-19.71%，但较 08 年的-26.84%有所好转，预计 09 年仍将拖累公司业绩。
- 公司期末的应收帐款和存货分别为 359 和 715 百万元，均分别低于上年同期的 400 和 853 百万元，周转率略有下降；因存货减少，当期经营性现金流为 198 百万元，好于 1 季度的 125 和 08 年上半年的 164 百万元，也远高于净利润。
- 因收入明显下降，公司上半年期间费用率为 12.38%，高于上年同期的 9.39%，与 08 年全年的 12.16%接近，考虑到公司已严格控制费用，我们预计 09 年期间费用率将低于 08 年。
- 下半年公司叉车国内需求逐渐回升，出口已基本触底，我们认为出口是影响公司业绩的关键因素，当前海外需求意向正在增加，值得关注，预计公司下半年业绩将明显好于上半年。
- 由于公司主营收入和毛利率低于预期，我们调降了 09-10 年盈利预测，将 09-11 年 EPS 由原先的 0.39、0.43 和 0.55 调至 0.19、0.37 和 0.59 元，维持持有建议。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；
 持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；
 卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”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“国金证券研究所”，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。