

机械/工程机械

2007 年 12 月 18 日

行业研究

行业专题

评级-维持：短期-推荐，长期-A

投资推动内需增长，出口开始触底回升

--- 工程机械行业 2010 年投资策略

核心观点

1、投资推动内需增长

为应对金融危机而加大的投资对工程机械行业的拉动效应明显，随着高铁、水利、公路等项目陆续开工，激发了工程机械市场的需求，2009 年，国内工程机械行业整体发展超出大多数人年初的预期。

由于 2009 年的新上项目多，2010 年仍需有资金配套跟上，才能够完成并形成效益。因此，预计 2010 年固定资产投资增速仍将维持在高水平上，工程机械行业的景气程度仍将持续回升。

2、混凝土机械、旋挖钻机成长快，挖掘机市场空间巨大

混凝土机械是工程机械行业中与房地产联系最为密切的机械，此外混凝土机械还大量应用于铁路、桥梁建设等。因此，混凝土机械的增长一直保持在 40%-60% 的高水平上。

旋挖钻机已成为桩工施工的主要成孔设备。长期来看，我国大规模的城市化建设，包括越来越多的高层建筑及城市地铁、城际铁路项目建设，将为旋挖钻机市场注入持续拉动力。

以柳工、三一、玉柴和山河智能等本土工程机械企业正在逐步提升挖掘机的市场份额，目前，内资品牌的挖掘机销量已经接近市场总量的 30%。替代进口的空间巨大。

3、出口已经触底趋稳

我国工程机械 70% 以上出口到发展中国家，发展中国家的经济和投资状况对行业影响很大。目前巴西、印度、俄罗斯以及印尼等主要发展中国家的工业生产正在逐渐恢复，出口继续下降可能性减小。

5、投资策略

经过多年的市场竞争的锤炼，中国工程机械行业内的重点上市公司已经具备较强的管理水平和较强的自主创新能力，发展潜力巨大，具备较好的投资价值，建议投资者关注。

我们给予中联重科(000157)、三一重工等 8 家公司“短期-推荐、长期-A”的投资评级，建议投资者关注。

研究员：李元

电话：010—84183369

E-mail：liyuan@guodu.com

联系人：周红军

电话：010 - 84183380

E-mail：zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

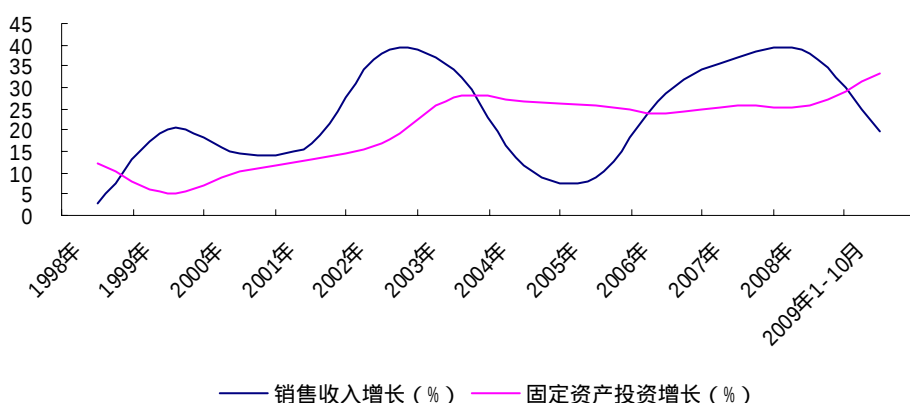
1 投资推动内需持续增长	3
1.1 固定资产投资推动，行业景气回升	3
1.2 混凝土机械、挖掘机、旋挖钻机增长明显	4
2 出口触底趋稳，长期空间巨大	5
2.1 已成全球制造中心，09 年受冲击大	5
2.2 出口触底趋稳，长期空间巨大	6
3 投资策略	7
3.1 重点上市公司的经营情况仍然比较健康	7
3.2 投资策略	8
5 重点上市公司评价	8
5.1 重点上市公司盈利预测及估值	8
5.2 中联重科	9
5.3 三一重工	9
5.4 厦工股份	9
5.5 山河智能	10

1 投资推动内需持续增长

1.1 固定资产投资推动，行业景气回升

工程机械的需求主要来自各种基础设施建设、房地产工程项目、货物的仓储搬运及出口等，一般情况下，工程机械的需求量占整个工程投资总额的 5 - 8%。因此，工程机械行业销售收入增速会随着固定资产投资增速的变化而波动，而且波动幅度通常会大于固定资产投资增速波动的幅度。

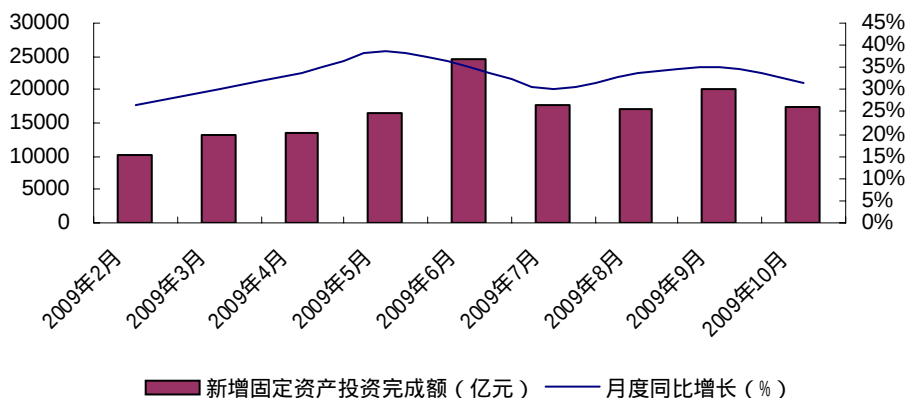
图 1 固定资产投资增速和工程机械行业销售收入增速



资料来源：国都证券研究所

为应对金融危机而加大的投资对工程机械行业的拉动效应明显，随着高铁、水利、公路等项目陆续开工，激发了工程机械市场的需求，2009 年，国内工程机械行业整体发展超出大多数人年初的预期。

图 2 2009 年新增固定资产投资完成额月度数据



资料来源：国都证券研究所

如图 1 所示，2009 年 1-10 月份，固定资产投资增速达到 33.10%的高水平，

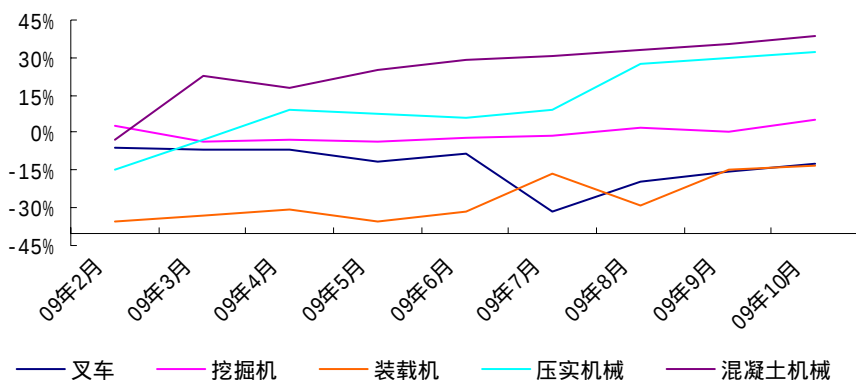
与之一致的是，1-10 月份，工程机械行业的销售收入增速达到了 19.59%，工程机械行业的景气回升趋势确立。

由于经济形势仍不稳定，预计今年所采取的积极财政政策和适度宽松的货币政策，不会轻易地动摇，将在 2010 年持续，同时，2009 年的新上项目多，这些项目大多仍处于建设期，2010 年仍需有资金配套跟上，才能够完成，才能够形成效益。因此，我们认为，2010 年，固定资产投资增速仍将维持在高水平上，工程机械行业的景气程度仍将持续回升。

1.2 混凝土机械、挖掘机、旋挖钻机增长明显

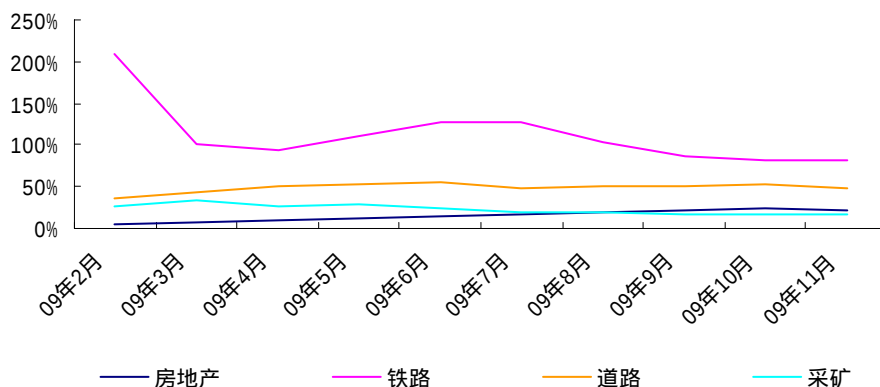
2009 年，在各类工程机械中，混凝土机械、挖掘机、旋挖钻机、压实机械的增长表现的最为明显。

图 3 工程机械各类产品 2009 年月度销售收入同比增长



资料来源：国都证券研究所

图 4 房地产、铁路、道路和采矿业 2009 年月度投资额同比增长



资料来源：国都证券研究所

混凝土机械是工程机械行业中与房地产联系最为密切的机械，因此受房地产

投资拉动最为明显。此外混凝土机械还大量应用于铁路、桥梁建设等。2009 年，混凝土机械的增长一直保持在 40%-60%的高水平上。

挖掘机是中国工程机械主要产品当中，相对薄弱的一块。但这种状况已经开始发生变化，以柳工、三一、玉柴和山河智能等本土工程机械企业正在逐步提升市场份额，据中国工程机械工业协会最新统计显示，内资品牌的挖掘机销量已经接近市场总量的 30%。挖掘机正在逐步替代装载机，另外，替代进口的空间巨大，乐观的预测是在 3-5 年以内，这一比例将提升至 50%。

旋挖钻机因具有施工速度快、成孔质量好、环境污染小等优点，已成为桩工施工的主要成孔设备，逐步取代了传统的冲击和回旋钻机等设备。此外，大中型城市的发展开始集中于“向上”，高层建筑必须有很深的桩基作为保障；地铁由于其施工的特殊性，特别是地铁站的建设，也非常需要这类产品。从长期来看，我国大规模的城市化建设，包括越来越多的高层建筑及城市地铁、城际铁路项目建设，将为旋挖钻机市场注入持续拉动力。

受全球经济低迷影响，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。与其它工程机械不同，叉车与固定资产投资的直接相关性较小，因此单纯政府投资的大规模基建项目对其拉动有限，其复苏滞后于其它工程机械产品。

但考虑到全球经济回暖已成定局，在 2010 年叉车行业将会有有一个明确的良好形势。叉车出口主要分布在欧美发达国家，明年全球经济复苏是大概率事件，并且出口对企业的利润贡献高于内销。因此，预计叉车行业在前一轮产能扩张与金融危机冲击之后趋于稳定，盈利水平也正在走出历史低谷。

2 出口触底趋稳，长期空间巨大

2.1 已成全球制造中心，09 年受冲击大

随着工程机械的需求和制造向中国转移，中国已经成为工程机械的全球制造中心。中国工程机械出口的迅速增长是从 2004 年开始的，2006 年海外市场的销售量增长尤为强劲。2006 年，工程机械的出口首次超过进口，顺差接近 11 亿美元。截止 2008 年，出口已占全行业销售收入的 30%，因此，工程机械行业对出口的依赖程度较大。

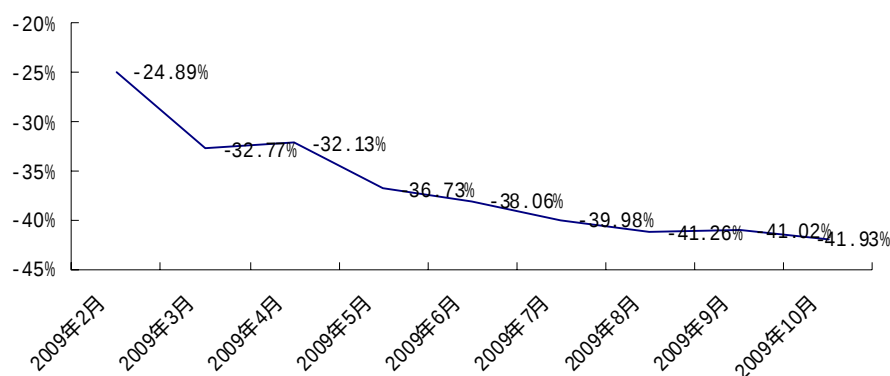
表 1 2002 年-2006 年中国工程机械产品进出口情况

市场	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-10 月
出口	2940	5012	7779	11593	5787
进口	3064	3931	4323	5639	3719
顺差		1081	3456	5954	2068
逆差	124				

资料来源：国都证券研发中心

但受全球金融危机的影响，从 2008 年第三季度开始全球工程机械市场呈现出下滑趋势。2009 年 1-10 月，从工程机械行业出口数据来看，出口呈现大幅下降态势，出口同比增速从 2 月份的下降 24.89% 下降到 10 月份的 41.93%。对行业的冲击明显，但值得注意的是，从环比数据来看，出口降幅已经逐步收窄。

图 5 工程机械行业 2009 年 1-10 月出口同比增速



资料来源：国都证券研究所

2.2 出口触底趋稳，长期空间巨大

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、俄罗斯以及印尼等主要发展中国家的工业生产正在逐渐恢复，这些国家的经济形势在趋于好转。目前，有企业已反映海外客户需求意向开始增加，乐观估计 12 月下旬出口订单可能将会有所回升。

从 2010 年的情况看，出口需求仍会继续受到外需疲软的制约，但由于世界贸易量已在低位趋稳，又由于从 2008 年 11 月份开始，我国的出口一直处在萎缩的过程中，使得 2010 年的对比基数相对较低，因此继续下降的可能性减小。

长期来看，国外市场的容量远大于国内，考虑到中国已经成为工程机械行业的中心，因此，中国工程机械未来的出口市场相当可观。我们预计，5-10 年之

后，中国工程机械产品在世界市场的份额将达到 30%-40%。

目前，包括三一重工、中联重科、山河智能在内的国内优秀企业已经开始有步骤地实施其国际化发展战略，在产品、渠道、品牌等方面有了逐步的积累。考虑到中国制造业所具有的成本优势和在技术、市场方面的快速进步，我们认为，在未来几年中，国内工程机械行业的出口仍将持续快速增长，出口将成为工程机械行业新的增长点，市场潜力巨大。

3 投资策略

3.1 重点上市公司的经营情况仍然比较健康

从上市公司的情况来看，如表 2 所示，截至 3 季度，与行业各品种的销售情况一致，混凝土机械的龙头企业中联重科和三一重工的收入和利润的增长明显，而以装载机和叉车为主要产品的厦工股份和安徽合力的销售仍为负增长。

但值得注意的是，2009 年 1-9 月份，工程机械类上市公司的经营活动产生的现金流增长率大多数处在历史最高水平上，这主要是由于应收账款和存货降低带来的，考虑到这一点，我们认为，行业的整体经营情况还是比较健康的。

表 2 2009 年 1-9 月工程机械上市公司业绩增长状况

证券代码	证券简称	营业总收入增长率(%)	净利润增长率(%)	净利润增长率-扣除非经常损益(%)	经营活动产生现金流增长率(%)
000157.SZ	中联重科	49.65	20.68	20.67	3490.52
600031.SH	三一重工	17.01	41.72	45.08	2773.16
600815.SH	厦工股份	-24.83	-52.13	-56.71	156.30
000425.SZ	徐工机械	5.76	5.79	739.50	1024.29
000528.SZ	柳工	-4.51	45.44	40.58	354.09
000680.SZ	山推股份	-4.65	-41.78	-42.07	0.11
002097.SZ	山河智能	-1.55	-22.12	-45.27	61.09
600761.SH	安徽合力	-26.27	-77.61	-82.16	69.65
600710.SH	常林股份	-34.63	-48.54	-46.78	-9301.07

资料来源：国都证券研究所

由于钢材、水、电、油等原材料的价格仍处于历史地位，因此，与 2008 年相比，上市公司的毛利率普遍略有提升。

表 3 工程机械行业上市公司毛利率变化状况

证券代码	证券简称	2006 年	2007 年	2008 年	09Q3
000157.SZ	中联重科	26.74	28.63	27.36	25.80
600031.SH	三一重工	34.79	34.56	29.96	31.53
600815.SH	厦工股份	13.32	15.21	15.61	12.93
000425.SZ	徐工机械	10.95	7.57	7.87	20.24
000528.SZ	柳工	17.52	19.02	16.00	20.81
000680.SZ	山推股份	17.73	18.33	17.95	14.15
002097.SZ	山河智能	27.73	26.77	26.44	25.43
600761.SH	安徽合力	26.59	23.20	18.23	15.23
600710.SH	常林股份	11.26	11.63	8.23	6.84

资料来源：国都证券研发中心整理

3.2 投资策略

2010 年的固定资产投资仍将保持在较高的水平上，在 09 年出口大幅下降的基础上，预计 2010 年的出口情况能够稳定并略有回升。受益于此，工程机械行业的景气度仍将持续回升。

经过多年的市场竞争的锤炼，中国工程机械行业内的重点上市公司已经具备较强的管理水平和较强的自主创新能力，发展潜力巨大，我们认为，这些上市公司（参见表 4）具备较好的投资价值，建议投资者关注。

5 重点上市公司评价

5.1 重点上市公司盈利预测及估值

表 4 重点上市公司业绩预测及估值

股票代码	股票名称	收盘价	EPS07F	EPS08F	P/E	P/E	投资评级
		(07-12-26)	(元)	(元)	07F	08F	
000157.SZ	中联重科	25.10	1.32	1.66	19.02	15.14	短期-推荐、长期-A
600031.SH	三一重工	36.20	1.38	1.79	26.31	20.27	短期-推荐、长期-A
600815.SH	厦工股份	8.44	0.17	0.36	49.65	23.44	短期-推荐、长期-A
000425.SZ	徐工机械	33.36	1.95	2.33	17.11	14.34	短期-推荐、长期-A
000528.SZ	柳工	19.74	1.01	1.18	19.47	16.72	短期-推荐、长期-A
000680.SZ	山推股份	12.16	0.58	0.76	20.84	16.00	短期-推荐、长期-A
002097.SZ	山河智能	18.44	0.40	0.48	46.40	38.76	短期-推荐、长期-A
600761.SH	安徽合力	13.62	0.23	0.44	59.76	30.66	短期-推荐、长期-A

资料来源：国都证券研发中心

5.2 中联重科

公司是在长沙建设机械研究院基础上孵化出来的新型高科技上市公司,是我国工程机械制造业的龙头企业。公司产品覆盖混凝土制备、输送、成型机械、高等级公路施工及养护机械、建筑及工程起重机械、环卫环保机械、金属切割机床和锯带等领域。

公司的海外事业部已投入运营,以统一实施公司的海外战略,公司的出口有望大幅提升。目前印度、中东和非洲地区正大规模进行基础设施建设,对混凝土机械、起重机需求旺盛,公司正加大对这些地区的出口。

公司的起重机产品中汽车起重机、履带式起重机和随车吊都在往高吨位方向发展,产品的高端化带来毛利率的提升。另外,受益于国家正在大规模的高铁项目,公司的旋挖钻机销售良好,将成为新的利润增长点。

预计 2009 年公司的每股收益达到 1.32 元,2010 年每股收益 1.66 元。按 12 月 18 日的收盘价 25.10 元计算,公司的动态市盈率分别为 19.12 倍和 15.04 倍,给予公司“短期-推荐、长期-A”的投资评级。

5.3 三一重工

公司是国内混凝土机械龙头企业,产品包括拖式混凝土输送泵、混凝土输送泵车、全液压振动压路机、摊铺机、挖掘机、平地机等,其中主导产品混凝土泵车国内市场份额高达 59%,拖泵也达 50%左右,国内市场占有率稳居第一。

旋挖钻机行业的发展也较快,公司的旋挖钻机在国内的市场占有率也达到第一。预计公司的旋挖钻机将继续成为公司新的增长点。

预计 2009 年公司的每股收益达到 1.38 元,2010 年每股收益 1.79 元。按 12 月 18 日的收盘价 36.20 元计算,公司的动态市盈率分别为 26.31 倍和 20.27 倍,给予公司“短期-推荐、长期-A”的投资评级。

5.4 厦工股份

公司装载机业务上半年增速低于行业增速,原因是,公司装载机多为短轴距产品,灵活、高效、节能,比较适应煤、铁矿、钢厂、房地产等项目,但上述行业复苏较慢。随着目前房地产投资持续高增长和山西对小煤矿整治接近尾声,公司的装载机业务的销售增速明显提高。

挖掘机是工程机械行业中增长最快的机种之一。2008 年销量 77163 台，多年增长率 36.57%。公司自主品牌的挖掘机生产始于 2004 年，但产量始终不超过 1000 台，08 年全年销量只有 612 台，市场占有率 0.67%。

公司已经将挖掘机作为未来发展的战略重点。根据公司制定的“十一五”发展战略，到 2010 年，公司挖掘机销售量将力争达到 3000-4000 台，市场份额力争达到 5%。

随着“液压挖掘机扩产及技术改造项目”和“小型工程机械技术改造项目”的建成投产，公司挖掘机的产能已经提高到 3000 台。

公司的新任总裁蔡奎全先生具有工程机械跨国公司工作的丰富经历和突出成就，曾在任大宇重工烟台有限公司总经理期间，成功带领“大宇”挖掘机异军突起，每年都以 80% 以上的速度飞速发展，连续五年雄踞中国挖掘机市场份额首位。

目前，挖掘机行业仍处于高度分散的状态，由于基数较低，我们认为，未来几年，公司挖掘机实现快速增长的可能性大，预计 09 年能够达到 1000 台、10 年达到 2000 台、11 年 4000-5000 台的销量。

预计 2009—2010 年公司每股收益为 0.17 元和 0.36 元左右。按 12 月 18 日 8.44 元的收盘价计算，动态市盈率分别为 49.65 倍和 23.44 倍。我们给予公司“短期-推荐、长期-A”的投资评级。

5.5 山河智能

公司目前主要生产销售液压静力压桩机、旋挖钻机、多功能小型液压挖掘机和一体化潜孔钻机四大系列产品，主要目标为生产具有自主知识产权的高性能、高品质工程机械产品。目前，公司在上述产品中稳居国内第一线品牌位置，并逐步在自主研发、精益制造、诚信经营三方面形成了核心竞争力。

目前，欧美国家的工程机械都往小型化方向发展，小型液压挖掘机、滑移装载机 and 伸缩臂式叉装车是其主要发展品种。这三个产品都是公司重点发展的产品，可以看出，在小型工程机械方面，公司的发展符合世界趋势。

预计 2009 年公司的每股收益达到 0.40 元，2010 年每股收益 0.48 元。按 12 月 18 日的收盘价 18.44 元计算，公司的动态市盈率分别为 46.40 倍和 38.76 倍，考虑到公司所具有的长期成长潜力，我们维持对公司“短期-推荐、长期-A”的投资评级。

国都证券投资评级

表1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内，股价变动幅度介于 ± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研发中心研究员实地调研所取得的信息，国都证券研发中心及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。