

## 机械行业观点系列之三：工程机械

## 在投资拉动的滞后效应中探寻出口弹性

- 在一二月份的销售数据中看到了全年高速增长潜力。承接 2009 年四季度的旺销，2009 年一季度工程机械行业各产品销售同比持续高增长。1—2 月份行业销售持续火爆，3、4 月是行业销售的传统旺季，依据惯例行业销售自然会在 1、2 月份火爆的基础上更上一层楼，我们判断今年 3、4 两个月乃至上半年行业销售同比和环比均有望实现 30% 以上的高增长，行业内龙头企业将会实现销量过半，盈利达到全年三分之二的目标。因此，在行业一二月份的开门红旺销数据中，我们基本可以判断出行业整个上半年的持续高增长，同时龙头企业全年盈利水平的高增长也已脉络清晰。
- 今年上半年行业的旺销是四万亿投资拉动滞后效应的结果。为应对百年一遇的金融危机，我国在 2008 年年底启动了四万亿投资计划，根据项目周期推算，2009 年一季度是项目申报审批和落实资金阶段，二季度进入前期土地平整动迁，三季度、四季度开始陆续有项目进入开工期。2009 年工程机械行业的销售也是从二季度起步，三季度开始进入高速增长，这基本与四万亿投资的工程项目进展周期相吻合。由于三季度是南方地区的梅雨季节，四季度是北方地区的严寒冬季，这必然影响部分工程项目的正常进展，因此，今年上半年仍将有大量的四万亿投资项目进入开工施工阶段，再加上去年新开工项目的延续施工规模，其必然拉动工程机械行业持续保持旺销态势。另外，国内经济持续回暖也导致煤炭等下游需求快速恢复，进而拓展了行业持续高增长的想象空间。
- 出口恢复是 2010 年的突出亮点。2009 年行业出口交货值大幅下滑了 49.16%，从目前已经出现的出口恢复迹象来看，2010 年行业出口将恢复到正增长 10% 甚至以上水平。从下滑 49% 到增长 10% 的巨大跳跃，必将是我们在投资拉动滞后效应中探寻行业弹性的一个重要线索。
- 区域经济振兴和重点工程是行业需求的重要支撑。尽管今年全国固定资产投资增速不会再有去年 30% 以上的高增长水平，但中西部城镇化进程的推进，包括海西建设、广西区域、皖江经济区域等振兴规划，加上国家、省、市的一批已经开工和即将开工的重点工程建设，我们判断 2010 年不需要房地产投资和工业投资拉动，我国固定资产投资就将完成 20% 以上的增长水平，因此，区域经济和重点工程将是 2010 年行业需求的重要支撑。虽然进入下半年将面临结构性调整与信贷趋紧的压力，但区域经济振兴和重点工程建设有望支撑行业保持一定的增长水平，我们预计 2010 年行业增速约 20%。
- 重点公司推荐：

- 一线品种具有估值提升潜力：三一重工、徐工机械、中联重科
- 二线品种具有超预期弹性：厦工股份、柳工、山推股份

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业分析师

8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010048

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

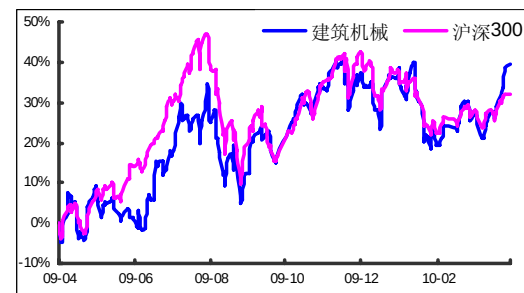
行业

机械

报告日期

2010 年 4 月 7 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

11.31

1.51

37.29

相对表现 (%)

7.42

6.73

8.50

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

|      | 09EPS(E) | 10EPS(E) | 11EPS(E) | 股价    | 评级 |
|------|----------|----------|----------|-------|----|
| 三一重工 | 1.28     | 1.91     | 2.56     | 35.95 | 买入 |
| 徐工机械 | 2.01     | 2.58     | 3.19     | 40.24 | 买入 |
| 中联重科 | 1.30     | 1.79     | 2.34     | 25.30 | 买入 |
| 厦工股份 | 0.19     | 0.46     | 0.64     | 9.60  | 买入 |
| 柳工   | 1.33     | 1.52     | 1.78     | 23.42 | 买入 |
| 山推股份 | 0.63     | 0.79     | 1.01     | 12.01 | 买入 |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

|                                           |                  |
|-------------------------------------------|------------------|
| 《铁路产业链专题一—从中国走向世界》                        | 2009 年 11 月 26 日 |
| 《铁路产业链专题二—低碳经济时代的铁路新概念》                   | 2009 年 12 月 28 日 |
| 《铁路产业链专题三—确定性的高景气行，确定性的成长溢价》              | 2010 年 2 月 26 日  |
| 《后金融危机时代的“危”和“机”——2009 年年报前瞻及 2010 年投资策略》 | 2010 年 1 月 29 日  |
| 《战略性新兴产业之装备制造业》                           | 2010 年 3 月 16 日  |
| 《机械行业系列观点一：重机行业》                          | 2010 年 1 月 31 日  |

## 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一、首季销售数据明确了全年高速增长的潜力 .....       | 4  |
| 1. 工程机械各机种实现了 2010 年的“开门红” ..... | 4  |
| 2. 设备投资的周期性属性 .....              | 4  |
| 二、四万亿投资拉动滞后效应的结果 .....           | 5  |
| 1. 上半年仍将是项目开工的高峰期 .....          | 5  |
| 2. 采掘业整合取得阶段性成果，采掘设备需求的高增长 ..... | 5  |
| 三、出口恢复是工程机械行业 2010 年的突出亮点 .....  | 6  |
| 1. 欧美各大股指的强劲表现展现经济复苏的一致预期 .....  | 6  |
| 2. 我国的工程机械出口正在“重启” .....         | 7  |
| 四、区域经济振兴和重点工程是行业需求的重要支撑 .....    | 7  |
| 1. 区域经济振兴伴随新一轮城市化进程支撑需求高增长 ..... | 7  |
| 2. 重大工程上马快 .....                 | 9  |
| 五、行业投资评级与风险提示 .....              | 9  |
| 六、重点公司推荐: .....                  | 10 |

## 图表目录

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 表一：工程机械子行业 1-2 月销售情况 .....  | 4 |
| 图一：我国分地区月度设备购置额趋势图 .....    | 4 |
| 图二：我国分地区新开工项目投资额走势图 .....   | 5 |
| 图四：采矿业年新增固定资产投资走势图 .....    | 6 |
| 图五：世界各大股指近两年走势图 .....       | 6 |
| 图六：主要工程机械产品出口同比增速趋势图 .....  | 7 |
| 图七：出台的区域经济规划一览 .....        | 8 |
| 表二：2009 年已批准区域振兴规划 .....    | 8 |
| 表二：我国 2010 年新开工重大工程一览 ..... | 9 |

## 一、首季销售数据明确了全年高速增长潜力

承接 2009 年四季度的旺销，2010 年一季度工程机械行业各产品销售同比持续高增长。1-2 月份行业销售超预期火爆，3、4 月是行业销售的传统旺季，依据惯例行业销售自然会在 1、2 月份火爆的基础上更上一层楼，我们判断今年 3、4 两个月乃至上半年行业销售同比和环比均有望实现 30% 甚至以上的高增长。

### 1. 工程机械各机种实现了 2010 年的“开门红”

工程机械的销售数据表明整个工程机械累计同比增长都在 35% 以上，继续保持四季度的恢复速度，尤其是挖掘机和装载机分别实现了 55.51% 和 61.96% 的高增长。根据我们抽样的销售网点调查得知，三月份销售势头持续高涨。

表一：工程机械子行业 1-2 月销售情况

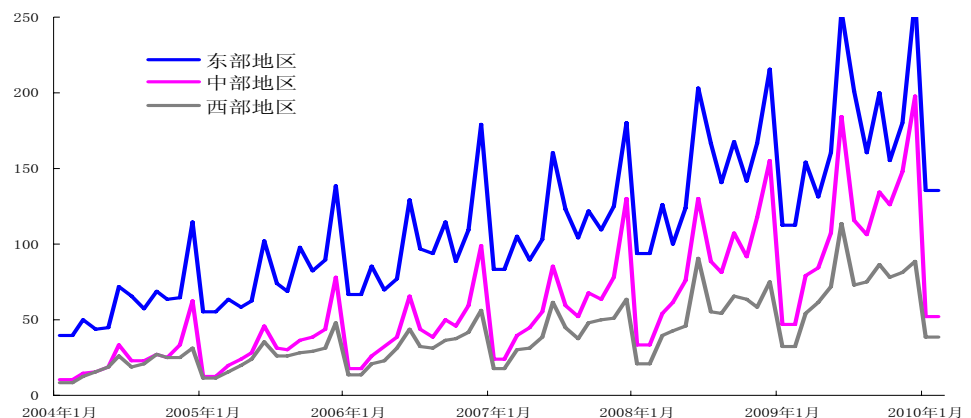
| 同比           | 装载机     | 挖掘机    | 汽车起重机  | 叉车      | 推土机    |
|--------------|---------|--------|--------|---------|--------|
| 2009 年       | -13.36% | 23.24% | 27.28% | -17.55% | -0.89% |
| 2010 年 1-2 月 | 36.14%  | 55.51% | 48.14% | 61.96%  | 42.70% |

资料来源：工程机械商贸网，中国工程机械工业协会，东方证券研究所

### 2. 设备投资的周期性属性

从历史数据来看，包括工程机械在内的机械行业存在明显的周期性，每年的 3-4 月份是传统的销售旺季。

图一：我国分地区月度设备购置额趋势图



资料来源：CEIC，东方证券研究所

### 小结：一季报销售预增带来工程机械的市场弹性

在一二月份的销售数据中看到了全年高速增长的潜力。承接 2009 年四季度的旺销，2009 年一季度工程机械行业各产品销售同比持续高增长。1-2 月份行业销售持续火爆，3、4 月是行业销售的

传统旺季，依据惯例行业销售自然会在 1、2 月份火爆的基础上更上一层楼，我们判断今年 3、4 两个月乃至上半年行业销售同比和环比均有望实现 30%以上的高增长，行业内龙头企业将会实现销量过半，盈利达到全年三分之二的目标。因此，在行业一二月份的开门红旺销数据中，我们基本可以判断出行业整个上半年的持续高增长，同时龙头企业全年盈利水平的高增长也已脉络清晰。

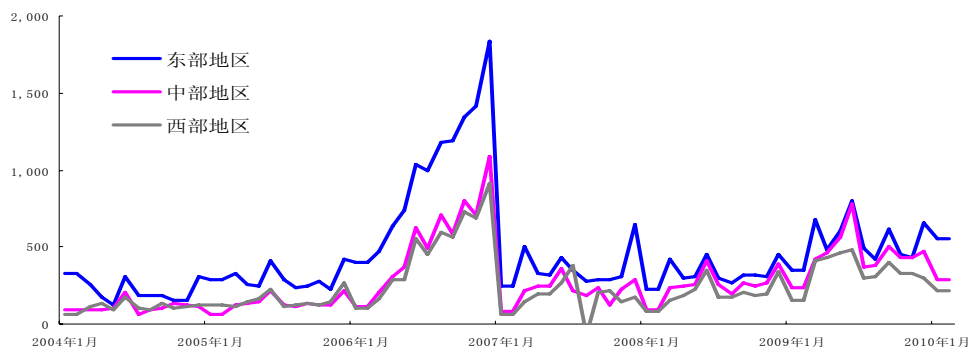
## 二. 四万亿投资拉动滞后效应的结果

一季度的靓丽数据来之不易，究其原因，我们认为 2008 年年底的 4 万亿投资经济振兴政策是其源动力，投资拉动的滞后效应使得其对工程机械的刺激作用一直持续到了今年的一季度乃至整个上半年。

### 1. 上半年仍将是项目开工的高峰期

我国在 2008 年年底启动了四万亿投资计划，根据项目周期推算，2009 年一季度是项目申报审批和落实资金阶段，二季度进入前期土地平整动迁，三季度、四季度开始陆续有项目进入开工期。2009 年工程机械行业的销售也是从二季度起步，三季度开始进入高速增长，这基本与四万亿投资的工程项目进展周期相吻合。由于三季度是南方地区的梅雨季节，四季度是北方地区的严寒冬季，这必然影响部分工程项目的正常进展，形成了对工程机械行业跨年度的拉动。

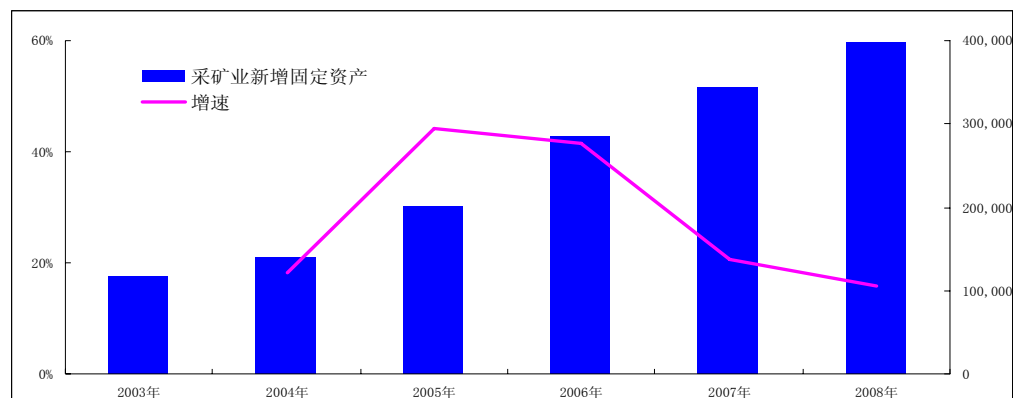
图二：我国分地区新开工项目投资额走势图



资料来源：CEIC，东方证券研究所

### 2. 采掘业整合取得阶段性成果，采掘设备需求的高增长

工业的回暖需要能源的配合，根据我们实地调研，1-2 月份采掘设备的销量旺盛，主要来源于经济的回暖和下游煤矿的大整合取得阶段性成果，我们预计相关矿山设备的采购量增速有望回到历史高位 35%以上。

**图四：采矿业年新增固定资产投资走势图**


资料来源：CEIC；东方证券研究所

### 小结：投资拉动和经济回暖共振，热销将持续上半年

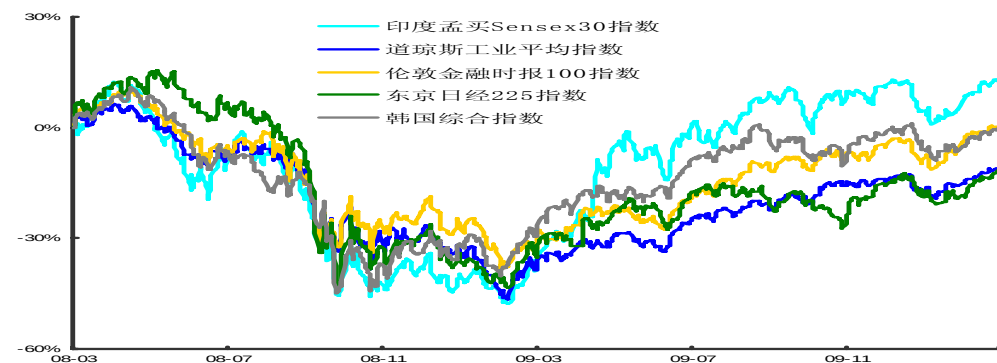
四万亿的投资给工程机械带来了跨越年度的高增长，行业受到投资拉动和经济回暖的双重利好推动下，全年高增长的轮廓开始慢慢清晰起来。

## 三． 出口恢复是工程机械行业 2010 年的突出亮点

四万亿经济刺激政策的确带领中国率先走出了经济萧条，但我国经济的另一大支柱出口贸易在 2009 年复苏中力量有限、速度缓慢，有部分经济学家担忧出口的萎靡不振将导致中国很多行业产生产能过剩的现象，2010 年将是形式非常复杂的一年。伴随着世界经济的复苏，我们预计行业出口在 2010 年有望出实现 10% 甚至以上的正增长。

### 1. 欧美各大股指的强劲表现展现经济复苏的一致预期

09 年年底以来 IMF 和世界银行分别调高 2010 年全年世界经济增长的预测，同时道指引领全球各大股指展开了一轮长达半年的上涨周期，并且在年报披露的关键时期仍然保持强劲势头，历史证明欧美各大指数是有效的经济走势先行指标。更值得注意的是，印度作为中国工程机械出口的主要市场之一，股指走势最为强劲增幅达到了 08 年的高点。世界经济复苏预期在增强。

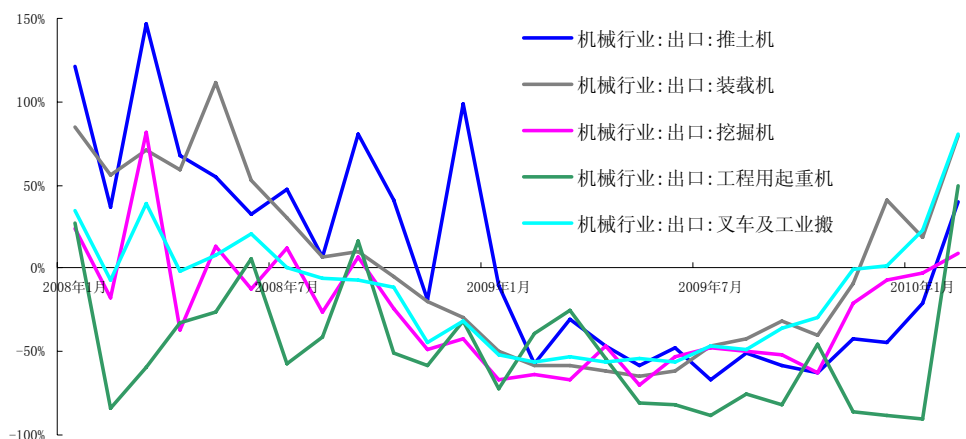
**图五：世界各大股指近两年走势图**


资料来源：Wind；东方证券研究所

## 2. 我国的工程机械出口正在“重启”

外围经济环境的回暖将直接拉动工程机械的出口，2009 年行业出口交货值大幅下滑了 49.16%，2010 年 1-2 月的出口同比实现了增长，我们预计全年增速在 10% 以上。

图六：主要工程机械产品出口同比增速趋势图



资料来源：CEIC；东方证券研究所

## 小结：世界经济回暖，出口增长趋势初现

2010 年的宏观经济形势被人们用“复杂”两字形容，从已经掌握的数据来看，行业出口增长已经略显端倪，我们预计行业全年出口增速可望达到 10% 以上。

## 四． 区域经济振兴和重点工程是行业需求的重要支撑

党中央和国务院制定的区域振兴计划方针政策将是行业需求增长的重要支撑，整个工程机械行业也在经济结构调整的过渡时期得到多点支撑，保持长期稳定增长。

### 1. 区域经济振兴伴随新一轮城市化进程支撑需求高增长

在全国关注的两会上，区域经济振兴政策绘制出了我国经济发展的新蓝图，2009 年以来，一系列的振兴计划已经通过了国务院的审批，一大批重大工程陆续开工建设，叠加与此相对应的城市化进程将成为未来三年固定资产投资持续增长的重要支撑。随着工程资金来源的多元化，我们预计未来三年我国固定资产投资将持续保持 20% 的高增长水平。



图七：出台的区域经济规划一览



资料来源：CEIC；东方证券研究所

表二：2009 年已批准区域振兴规划

| 区域规划                   | 国务院批准日期         | 具体内容                                                                                                                      |
|------------------------|-----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》      | 2009 年 1 月 7 日  | 从国家战略层面给予珠三角地区五大定位，即探索科学发展模式试验区、深化改革先行区、扩大开放的重要国际门户、世界先进制造业和现代服务业基地、全国重要的经济中心。                                            |
| 《支持福建加快建设海峡西岸经济区的若干意见》 | 2009 年 5 月 14 日 | 该地区建成两岸人民交流合作先行先试区域，服务周边地区发展新的对外开放综合通道，东部沿海地区先进制造业的重要基地，我国重要的自然和文化旅游中心                                                    |
| 《江苏沿海地区发展规划》           | 2009 年 6 月 10 日 | 要把加快建设新亚欧大陆桥东方桥头堡和促进海域滩涂资源合理开发利用作为发展重点，着力建设我国重要的综合交通枢纽、沿海新型工业基地、重要的土地后备资源开发区和生态环境优美、人民生活富足的宜居区，将江苏沿海地区建设成为我国东部地区重要的经济增长极。 |
| 《关中—天水经济区发展规划》         | 2009 年 6 月 25 日 | 战略定位除了“全国内陆型经济开发开放战略高地”外，还包括打造全国先进制造业重要基地、全国现代农业高技术产业基地和彰显华夏文明的历史文化基地。                                                    |
| 《辽宁沿海经济带发展规划》          | 2009 年 7 月 1 日  | 一是东北地区对外开放的重要平台，二是东北亚地区的重要国际航运中心，三要建成具有国际竞争力的临港产业带，四是建成生态环境优美和人民生活富足的宜居地区。装备制造行业、高加工度的原材料工业、港口物流业获益明显                     |
| 《横琴总体发展规划》             | 2009 年 6 月 24 日 | 将横琴建设成为“四基地一平台”，即粤港澳地区的区域性商务服务业基地、与港澳配套的世界级旅游度假基地、珠江口西岸的区域性科教研发平台和建设融合港澳优势的国际级高新技术产业基地。                                   |



|                  |                  |                                                                                                                 |
|------------------|------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 图们江区域合作开发规划纲要    | 2009 年 8 月 30 日  | 该规划最显著的特点就是强调 " 以长吉图为开发开放先导区 "。长吉图开发开放先导区是迄今唯一一个国家批准实施的沿边开发开放区域，该区域与俄、朝港口群和蒙古东部、俄罗斯西伯利亚远东腹地紧密相连，是我国对外开放的重要陆上通道。 |
| 促进中部地区崛起规划       | 2009 年 9 月 23 日  | 该规划把 " 三个基地一个枢纽 " 建设作为规划重心，这将带动农业、装备制造业、能源工业以及交通运输业等相关行业加快发展。" 两横两纵 " 加 " 六圈 " 的空间发展格局成为规划的突出亮点                 |
| 鄱阳湖生态经济区规划       | 2009 年 12 月 12 日 | 区域对于探索生态与经济协调发展，促进大湖流域综合开发，保护鄱阳湖 " 一湖清水 " 均具有积极意义                                                               |
| 黄河三角洲高效生态经济区发展规划 | 2009 年 12 月 1 日  | 规划提出加快山东东营、滨州、潍坊、莱州四个港口建设，建设临港产业区，形成北部沿海经济带，建成全省的生态产业基地、新能源基地和全国的循环经济示范基地。                                      |
| 海南国际旅游岛建设意见      | 2009 年 12 月 31 日 | 意见提出到 2020 年，旅游服务设施、经营管理和服务水平与国际通行的旅游服务标准全面接轨，初步建成世界一流的海岛休闲度假旅游胜地。                                              |

资料来源：中国经济信息网； 东方证券研究所

## 2. 重大工程上马快

2009 年，各个区域振兴规划相继通过了国务院审批，区域整合重新定位的力度极为罕见，伴随的一大批重大工程项目也将在今后三年进入集中开工期，从下表，我们可以清楚地看到新开工的重大工程的新项目开工数和投资额都在 2010 到达相当规模，项目数多达 5070，投资总额高达 42 万亿。

表二：我国 2010 年新开工重大工程一览

|          | 高速公路  | 铁路工程  | 桥梁工程 | 机场工程 | 风电工程 | 港口工程   |
|----------|-------|-------|------|------|------|--------|
| 项目数目 (个) | 782   | 242   | 245  | 124  | 378  | 274    |
| 总投资额 (亿) | 25000 | 31353 | 1500 | 2000 | 3000 | 3000   |
|          | 矿产工程  | 水电工程  | 水利工程 | 市政建筑 | 化工工程 | 能源工程   |
| 项目数目 (个) | 295   | 252   | 286  | 775  | 407  | 1010   |
| 总投资额 (亿) | 2700  | 6000  | 2000 | 5000 | 5500 | 333480 |

资料来源：中国工程机械商贸网； 东方证券研究所

## 小结：区域振兴拨开迷雾见青天：行业全年需求高增长

虽然四万亿将慢慢离我们远去，但区域振兴和国家的重大工程建设将是行业需求的重要支撑。

## 五、行业投资评级与风险提示

**行业投资评级：**鉴于行业的高增长潜力，我们维持行业看好投资评级，尤其是上半年有望实现的 30% 以上的高增长，加之出口的跳跃式恢复，将给行业上市公司股价带来一次估值水平的整体提升机会，我们判断行业的弹性只要表现在 5 月底之前。

**风险提示：**

- ◆ 后金融危机时代的国内国际宏观经济存在更多的不确定性，其对行业影响将是巨大的；
- ◆ 钢材等原材料价格波动影响的不确定性；
- ◆ 产能过剩的压力。

## **六、重点公司推荐：**

**一线品种具有估值提升潜力：**三一重工、徐工机械、中联重科；

**二线品种具有超预期弹性：**厦工股份、柳工、山推股份。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该股票的研究状况,未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定,研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形;亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级;分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 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

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)