

推荐 (维持)

盈利增长加速，资本支出各异

2010 年 9 月 6 日

机械行业 2010 年中报数据分析

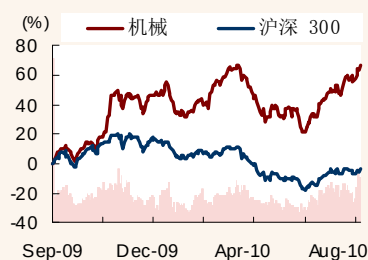
上证指数 2655

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	98	6.0
总市值 (亿元)	8967	4.0
流通市值 (亿元)	5289	3.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	10.2	16.7	74.6
相对表现	10.1	28.5	73.6



相关报告

- 1、《机械行业 2009 年中报数据分析——二季度利润环比回升显著》
- 2、《机械行业 09 年年报及 10 年季报数据分析——一季度复苏势头强劲》

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090208040193

研究助理

蔡宇滨

0755-82960064
caiwb@cmschina.com.cn

本篇报告系数据分析报告，目的在于通过数据分析，客观反映行业和上市公司的成长性、盈利能力、营运能力和资产周转状况，虽然不具前瞻性，但却是我们客观分析和预测的基础。我们选择了 91 家机械行业上市公司为样本，属于不完全统计，但基本代表上市公司所处细分行业特征。

- **2010 年上半年机械行业上市公司经济效益综述：**统计的 10 个细分行业具有代表性的 91 家机械行业上市公司共实现销售收入 2370 亿元，净利润 195 亿元，同比大幅增长 47% 和 65%。工程机械行业销售收入大增 1.19 倍，超过船舶港口机械和铁路设备成为营业收入规模最大子行业，而轻工设备和铁路设备增长幅度也超过 50%。
- **上半年机械行业盈利能力上升。**上半年机械行业毛利率 19.3%，净利润率 8.2%，同比均提高近一个百分点。需求旺盛使工程机械上半年毛利率明显提升近 4 个百分点，轻工机械和其他工业机械毛利率也提升了近 3 个百分点。
- **管理费用下降近 1 个百分点。**与上年相比，机械行业管理费用率下降 0.9%，主要原因是销售规模增长和企业管理效率在金融危机后有所提升。重型机械行业管理费用率不降反升 1.3%，主要原因是研发投入增加。
- **2010 年二季度收入和净利加速增长。**二季度机械行业收入同比增长 46%，环比增长 41%；净利润同比增长 62%，环比增长 47%，增速高于第一季度。统计的 91 家上市公司总体收入和利润均超过了 08 年同期的历史高点。增幅最大的工程机械行业二季度收入同比增长 1.19 倍，净利润同比增长 2.03 倍，
- **上半年上市公司经营活动趋于活跃，存货普遍增加。**6 月末机械行业上市公司存货总值达到 1246 亿元，较年初增长 18.3%，各个子行业都有不同幅度增长。其中存货增长幅度较大的行业包括铁路设备、船舶港口机械和其他工业机械。工程机械销售大幅增长而存货仅小幅增长 15%，存货周转率大有提升。
- **铁路设备拖累行业经营活动净现金流减少。**由于未来动车、地铁需求增长确定，主要企业增加资本支出和原材料采购，导致铁路设备行业经营现金流下降至负 34 亿，
- **子行业资本支出各有差异。**由于子行业景气变化和投资周期差异，其资本支出增减不一，上半年铁路设备和工程机械大幅增长，而船舶港口机械行业资本支出则大幅减少 25 亿元。随着一重、二重募投项目资金逐步投入，重型机械行业未来两年资本支出将大幅增加。
- **资产负债率小幅下降。**上半年机械行业企业资产负债率比年初小幅下降 0.5 个百分点，其中新上市公司较多的重型机械行业资产负债率下降了 18 个百分点，下半年三一、中联和徐工都将进行再融资，预期下半年工程机械行业资产负债率将有所下降。

样本选择说明：我们选择了 91 家机械行业上市公司为样本，属于不完全统计，但基本代表上市公司所处细分行业特征。

表 1：机械行业上市公司样本选择

行业分类	证券简称	行业分类	证券简称	行业分类	证券简称
重型机械 (8 家)	中国一重	船舶、 港口机械 (6 家)	中国船舶	基础零部件 (28 家)	中核科技
	二重重装		中国重工		江苏神通
轻工机械 (7 家)	太原重工	工程机械 (12 家)	振华重工		晋亿实业
	华锐铸钢		广船国际		利欧股份
	泰尔重工		中船股份		方圆支承
	陕鼓动力		中集集团		广东鸿图
	北方股份		徐工机械		川润股份
机床 (6 家)	中南重工		三一重工		科新机电
	上工申贝	石油、煤炭开 采设备 (8 家)	柳工		华伍股份
	达意隆		中联重科		东力传动
	京山轻机		安徽合力		龙溪股份
	经纬纺机		山推股份		轴研科技
制冷、通风设 备(7 家)	中捷股份	其他工业机 械(6 家)	厦工股份		自仪股份
	标准股份		常林股份		洪城股份
	巨星科技		山河智能		威尔泰
	天马股份		河北宣工		三川股份
	华东数控		天业通联		万讯自控
铁路设备 (4 家)	昆明机床	其他工业机 械(6 家)	达刚路机		巨轮股份
	法因数控		神开股份	基础零部件 (28 家)	山东威达
	秦川发展		江钻股份		西北轴承
	沈阳机床		石油济柴		广陆数测
	烟台冰轮		杰瑞股份		三佳科技
	大冷股份		中原特钢		东山精密
制冷、通风设 备(7 家)	汉钟精机	其他工业机 械(6 家)	郑煤机		中航重机
	盾安环境		天地科技		潍柴重机
	常发股份		尤洛卡		苏常柴 A
	南风股份		康力电梯		康盛股份
	金通灵		杭氧股份		银河动力
铁路设备 (4 家)	中国南车	其他工业机 械(6 家)	机器人		
	中国北车		智云股份		
	时代新材		大橡塑		
	晋西车轴		威海广泰		

资料来源：招商证券研发中心

一、2010 年上半年机械行业上市公司经济效益综述

随着中国经济从金融危机中逐步复苏,2010 年上半年我们统计的 10 个细分行业具有代表性的 91 家机械行业上市公司共实现销售收入 2370 亿元,净利润 195 亿元,同比大幅增长 47%和 65%。

在统计的 10 个细分行业中,工程机械上半年销售收入同比大幅增长 119%成为收入规模最大子行业,收入规模位列前三的是工程机械、船舶港口机械和铁路设备行业,净利润规模位列前三的是工程机械、船舶港口机械和铁路设备。

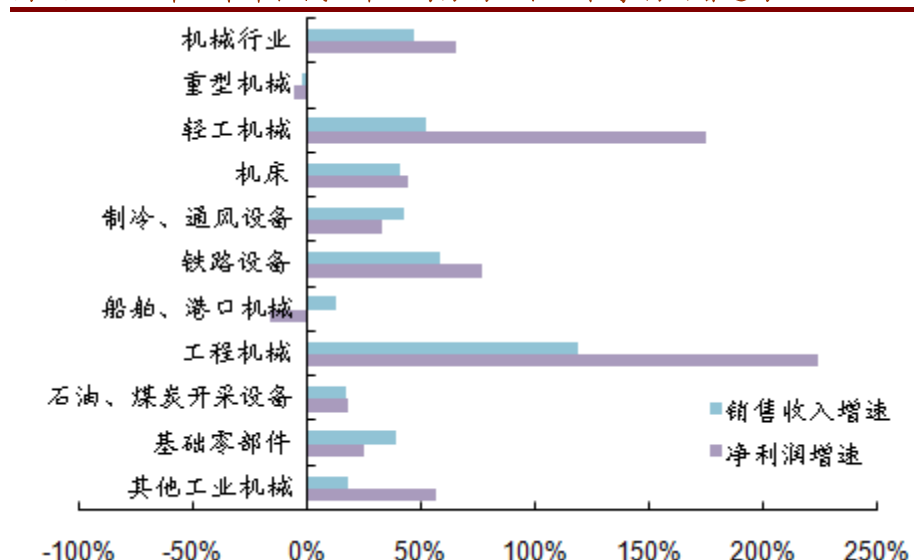
受益中国基建和西部开发投资,细分行业中上半年成长性最好的还是工程机械,销售收入和净利润同比增长 1.19 倍和 2.24 倍,轻工机械和铁路设备收入和利润也都实现了 50%以上的增长。而由于生产周期长受金融危机影响滞后,重型机械行业上半年表现落后,收入和利润都出现负增长。船舶、港口机械收入增长而利润减少,主要受投资收益大幅减少影响,其上半年实际毛利率小幅上升 0.5%。

表 2: 2010 年机械上市公司分行业经营效益指标 (亿元)

行业分类	营业收入	销售成本	营业费用	管理费用	财务费用	利润总额	净利润	归属母公司净利润
重型机械	148.6	113.8	3.2	12.1	3.4	13.9	12.1	12.1
轻工机械	55.2	44.9	2.9	4.5	0.5	3.0	2.4	2.3
机床	78.8	59.8	4.7	6.0	1.5	7.8	6.7	6.4
制冷、通风设备	46.4	36.4	2.0	3.0	0.3	5.1	4.4	4.1
铁路设备	551.1	470.3	11.2	39.0	3.1	27.7	23.1	18.6
船舶、港口机械	558.0	478.1	9.3	27.9	0.4	40.8	33.4	31.3
工程机械	721.3	533.2	40.0	29.8	5.2	106.8	91.7	88.7
石油、煤炭开采设备	93.7	68.0	3.2	7.4	0.3	14.5	12.2	10.1
基础零部件	117.0	90.0	5.0	9.4	1.6	10.7	8.6	8.5
其他工业机械	26.8	19.2	1.0	2.7	0.5	3.7	3.0	2.8
机械行业	2370.0	1913.8	82.5	141.8	16.8	230.2	194.5	182.1

资料来源: 招商证券研发中心

图 1: 2010 年上半年机械上市公司分行业收入和净利润增速对比



资料来源: 招商证券研发中心

二、盈利能力分析

1、2010 年上半年机械行业盈利能力上升

由于原材料价格保持较低位置而需求回升，上半年机械行业综合毛利率和净利率都同比上升近 1 个百分点到 19.3% 和 8.2%。需求旺盛使工程机械上半年毛利率明显提升，达到 3.9 个百分点，轻工机械和其他工业机械毛利率也同比提升了近 3 个百分点，轻工机械扭亏为盈。中国北车动车交付同比大幅增长超过 6 倍，但由于绝大部分属于毛利率较低的首单交货，影响公司毛利率下降 2 个点，从而导致铁路设备行业毛利率小幅下降，预期首单交付完成后，未来动车毛利率将有所提升。

和 2009 年相比，机械行业营业费用率小幅上升 0.3%，而管理费用率明显下降 0.9%。管理费用率下降一方面是由于销售规模增长，另一方面体现经历金融危机后，企业管理效率有所提升。值得一提的是，重型机械行业管理费用率不降反升 1.3%，主要原因是一重二重上市后加大研发投入，而同时销售收入出现下降。上半年大部分企业盈利和现金流改善，使行业财务费用率同比下降 0.2 个百分点至 0.7%。

表 3：机械上市公司盈利及期间费用指标分析

行业分类	净利率		毛利率		营业费用率		管理费用率		财务费用率	
	1H09	1H10	1H09	1H10	1H09	1H10	1H09	1H10	1H09	1H10
重型机械	8.4%	8.1%	21.4%	23.4%	2.0%	2.2%	6.9%	8.2%	2.6%	2.3%
轻工机械	-3.7%	4.3%	15.9%	18.8%	6.7%	5.2%	11.5%	8.2%	1.7%	0.9%
机床	8.2%	8.4%	24.8%	24.1%	4.8%	6.0%	8.5%	7.6%	1.7%	1.9%
制冷、通风设备	10.2%	9.5%	22.1%	21.5%	4.7%	4.3%	6.4%	6.5%	0.9%	0.6%
铁路设备	3.8%	4.2%	15.5%	14.7%	2.0%	2.0%	8.6%	7.1%	0.9%	0.6%
船舶、港口机械	8.0%	6.0%	13.8%	14.3%	1.4%	1.7%	5.7%	5.0%	0.0%	0.1%
工程机械	8.6%	12.7%	22.2%	26.1%	6.0%	5.6%	4.6%	4.1%	1.2%	0.7%
石油开采设备	12.9%	13.1%	26.8%	27.4%	3.5%	3.4%	8.1%	7.9%	0.5%	0.3%
基础零部件	8.2%	7.4%	23.1%	23.0%	4.8%	4.3%	8.3%	8.0%	1.4%	1.4%
其他工业机械	8.4%	11.1%	25.2%	28.1%	3.3%	3.5%	10.1%	10.0%	0.0%	1.8%
机械行业	7.3%	8.2%	18.3%	19.3%	3.2%	3.5%	6.9%	6.0%	0.9%	0.7%

资料来源：招商证券研发中心

2、2010 年二季度加速增长

2010 年二季度机械行业收入同比增长 46%，环比增长 41%，归属于上市公司净利润同比增长 62%，环比增长 47%，增速均高于第一季度。由于机械行业一季度是销售和交付淡季，二季度各个子行业都实现环比正增长，而环比增长幅度最大的是石油煤炭开采设备，收入和净利润分别增长 1.81 倍和 3.64 倍。

二季度工程机械收入同比增长 1.19 倍，净利润同比增长 2.03 倍，远超其他子行业，同比大幅增长的子行业还包括轻工机械和铁路设备。而重型机械成为唯一销售和净利润都同比下降的子行业，其净利润同比下降 24%。

表 4: 2010 年二季度收入和净利润加速增长

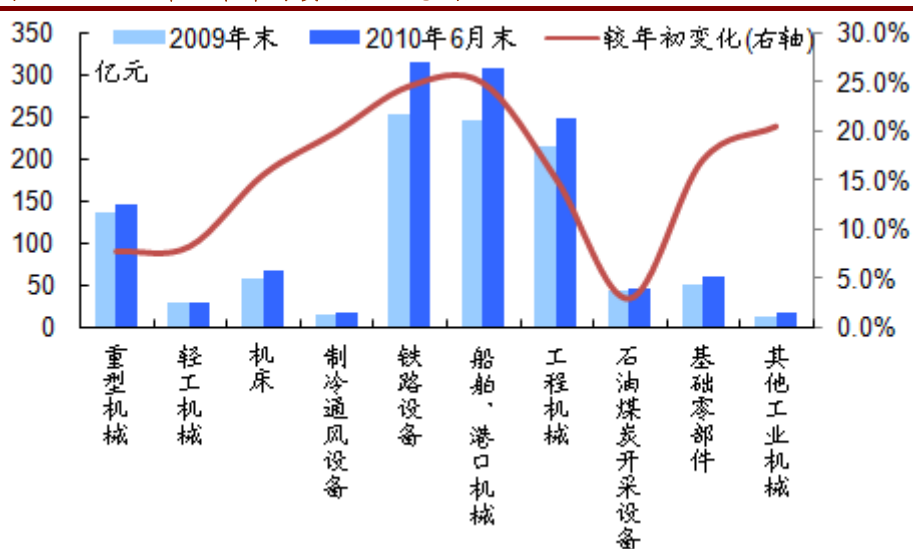
行业分类	收入		归属母公司净利润	
	同比增速	环比增速	同比增速	环比增速
重型机械	-21.4%	17.7%	-24.2%	51.0%
轻工机械	61.2%	24.5%	187.0%	46.9%
机床	37.9%	22.3%	33.2%	78.6%
制冷、通风设备	45.9%	41.7%	28.5%	86.5%
铁路设备	63.0%	37.9%	79.0%	81.7%
船舶、港口机械	14.2%	32.2%	-18.9%	3.0%
工程机械	119.2%	50.2%	202.6%	86.3%
石油、煤炭开采设备	22.5%	181.4%	32.7%	363.8%
基础零部件	44.9%	33.8%	8.1%	52.5%
其他工业机械	21.7%	19.1%	55.7%	18.0%
机械行业	46.4%	41.0%	62.4%	46.6%

资料来源：招商证券研发中心

三、重要财务指标变化揭示

1、上半年上市公司存货普遍增加

6 月末机械行业上市公司存货总值达到 1246 亿元，较年初增长 18.3%，各个子行业都有不同幅度增长。其中存货增长幅度较大的行业包括铁路设备、船舶港口机械和其他工业机械，较年初增长超过 20%。工程机械销售大幅增长而存货仅小幅增长 15%，显示行业需求旺盛。我们认为在上半年存货普遍增加原因主要是经济趋于活跃存货规模增大，同时钢材价格预期可能将小幅上升，企业略增加原材料库存。另外，铁路设备、船舶港口机械、石油开采设备交货高峰在三、四季度，因此中期存货增加也属正常情况。

图 2: 2010 年上半年存货变化示意图（亿元）


资料来源：招商证券研发中心

2、铁路设备经营现金流大幅减少

上半年机械行业经营活动净现金流同比下降，主要是由于企业经营活动趋于活跃，需求大幅增长，增加原材料及零部件采购所致。由于上半年采购商品和接受劳务现金支出大幅高于销售商品和提供劳务现金收入，中国北车上半年经营活动净现金流由正 35 亿减少至负 31 亿，导致铁路设备行业上半年经营活动净现金流由正 19 亿减少为负 34 亿。

经营现金流增长较大的行业包括工程机械和船舶港口机械子行业，分别比去年同期增加 21 亿元和 16 亿元，工程机械行业销售火爆，资产周转率提高，回款良好；船舶行业现金流改善与下游行业复苏相关。

表 5：机械分行业经营活动净现金流变化

行业分类	1H09 (亿元)	1H10 (亿元)	现金流同比变化
重型机械	-10.7	-11.5	-7.5%
轻工机械	2.5	0.2	-91.5%
机床	-7.6	-1.3	83.5%
制冷、通风设备	4.6	-0.6	-113.5%
铁路设备	19.1	-34.3	-280.0%
船舶、港口机械	9.3	27.5	197.1%
工程机械	26.6	47.5	78.7%
石油、煤炭开采设备	1.3	3.0	130.3%
基础零部件	11.9	0.8	-93.4%
其他工业机械	0.2	1.1	580.8%
机械行业	57.0	32.5	-43.0%

资料来源：招商证券研发中心

3、子行业资本支出各有差异

上半年各个子行业资本支出增减不一，增长规模最大的行业是铁路设备和工程机械子行业，分别增加 19 亿和 17 亿，而船舶港口机械行业资本支出则大幅减少 25 亿元，各子行业资本支出变化差异源于其景气变化和投资周期差异。由于未来 3-4 年是动车、地铁交付高峰，铁路设备企业在手订单饱满，需要增加资本支出以保证充足产能，而工程机械上半年景气进一步提高，需求增长超预期，主要龙头公司产能不足，三一、徐工和中联上半年都增加资本支出，用以开发新产品和提高产能。一重、二重上市后随着募投项目资金逐步投入，重型机械行业未来两年资本支出将大幅增加。而船舶港口机械行业景气投资高峰已过，目前产能较充足，预期未来资本支出将主要来自海工装备投资增长。

表 6：09 年机械分行业资本支出变化

行业分类	1H09 (亿元)	1H10 (亿元)	现金流同比变化
重型机械	17.5	18.1	3.6%
轻工机械	1.3	2.7	118.4%
机床	8.8	4.8	-45.2%
制冷通风设备	2.2	5.1	126.0%
铁路设备	27.3	46.3	69.4%
船舶港口机械	52.6	27.6	-47.5%
工程机械	16.5	32.0	93.7%
石油煤炭开采设备	4.7	6.4	36.0%
基础零部件	9.2	10.8	17.5%
其他工业机械	2.9	2.7	-6.1%
机械行业	143.0	156.5	9.4%

资料来源：招商证券研发中心

4、资产负债率小幅下降

上半年机械行业企业资产负债率比年初小幅下降 0.5 个百分点，其中新上市公司较多的重型机械行业资产负债率下降了 18 个百分点，下半年三一、中联和徐工都将进行再融资，预期下半年工程机械行业资产负债率将有所下降。

表 7：机械上市公司资产负债率比较

行业分类	资产负债率		短期借款		长期借款	
	09 年末	10 年 6 月末	09 年末	10 年 6 月末	09 年末	10 年 6 月末
重型机械	76.0%	57.6%	133.3	86.4	59.6	39.8
轻工机械	48.8%	52.0%	12.3	16.6	6.2	4.0
机床	56.8%	56.6%	37.3	43.2	13.1	14.3
工业制冷	39.9%	43.2%	5.4	11.6	2.8	6.0
铁路设备	64.1%	67.0%	71.0	80.2	11.6	5.6
船舶、港口机械	60.8%	63.2%	245.5	277.1	183.4	196.6
工程机械	63.4%	65.9%	142.1	123.2	67.5	65.6
石油开采设备	51.0%	45.7%	12.2	13.7	5.6	5.7
基础零部件	45.9%	45.5%	44.2	45.2	11.1	11.8
其他工业机械	57.5%	48.4%	5.9	6.1	5.7	6.9
机械行业	61.7%	61.2%	709.1	703.2	366.6	356.3

资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

近两年的机械行业报告准确地判断了行业的发展趋势，具有前瞻性。

1、《重工业化及产业结构升级打造中国装备制造业—机械行业 2007 年投资策略》2006.12.15

本报告从全球工业化进程的角度分析中国装备制造业未来的发展趋势，并更注重国际比较，深度挖掘成长中的中国装备制造业上市公司的投资机会。

2、《寻求国际定价，化解成本压力—机械行业 2008 年度策略报告》2008.1.3

本报告从产品价格、盈利能力、成本压力、内外需求的变化四个方面分析，指出了 2008 年制造业的困惑。

3、《钢价暴涨将影响机械行业盈利水平》2008.2.27

本报告预见性地提出了钢材价格上涨将影响行业盈利水平并抑制需求，在行业内率先下调机械行业评级至“中性”。

4、《机械行业 2009 年度投资策略—危机中孕育的国家优势》2008.12.15

报告引用了迈克尔·波特国家竞争优势理论中的“钻石体系”，从“政府”和“机会”两个方面分析 2009 年机械行业的投资机会。在经历了过去两年人民币升值、原材料价格暴涨的洗礼后，中国装备制造业将面临国内乃至全球产业整合的机遇，中国政府实施扩张的财政政策将缓解经济衰退对装备制造业的冲击。

5、《工程机械行业点评—扩张性财政政策下的局部复苏》2009.2.16

虽然中国工程机械行业高速增长时代或将结束，但是扩张性财政政策下，行业将会出现局部复苏，投资策略上我们认为未来 6 个月，行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数行业，上调工程机械（机械子行业之一）评级至“推荐”。

6、《三一重工（600031）—品质改变世界 创新铸就成功》2009.2.27

我们在 2008 年《机械行业 2009 年度投资策略—危机中孕育的国家优势》报告中，上调了三一重工的投资评级至“强烈推荐-A”，此深度报告从研发能力、激励机制、服务网络、扩张模式等几个方面来分析三一重工的长期竞争优势，并针对市场分歧阐述我们对其长期价值的认识。

7、《机械行业 2010 年度投资策略—政府投资见效 优势企业胜出》2009.12.6

报告以历史的眼光和全球化的视角，分析和预测了行业的发展趋势。我们认为 2010 年政府投资对设备的需求拉动效应将扩大，铁路设备行业最为受益；房地产和制造业固定资产投资将大幅反弹；国际市场需求正在回升，优势企业将在竞争中胜出。

8、《中集集团（000039）—万事俱备只欠东风》2010.1.8

本文对中集集团集装箱业务成长和多元化战略做了回顾，作为多元化战略的第二步，公司重拳出击能源化工装备业，完善产业布局。万事俱备只欠东风，预期 2010 年全球经济复苏、收购兼并整合和股权激励将拉开股价上涨序幕。

9、《机械行业 2010 年中期策略报告-经济转型离不开装备制造业》2010.6.11

本文主要针对几个焦点问题展开：经济结构调整是否意味着机械行业景气度高点出现；劳动力成本提升对机械行业的影响；具有周期性特点的机械行业估值安全边际在哪里？报告提出股价已经对经济增速放缓做出反映，价值股已明显被低估，机械行业股价受经济周期和政策周期双重作用，并不能简单由 M2 或投资增速之类的宏观指标来预测股价趋势。

10、《江苏神通(002438)-受益经济转型，核电阀门先锋（节能环保主题研究之三）》2010.6.23

报告分析工业特种阀门行业是理想的利基行业，中小企业隐形冠军优势明显。我们认为江苏神通首先实现了核电蝶阀、球阀完全国产化并占有 100% 的市场，是该领域的绝对冠军，而且公司能够参与业主单位合作研发，有利于保持领先优势。核电设备国产化离不开专业领域领先企业的参与，而江苏神通是其中的佼佼者。

10、《陕鼓动力（601369）—模式创新挑战传统估值（制造业模式转型研究之一）》2010.7.13

关于陕鼓动力的市场分歧在于：冶金化工设备能否给予高估值？我们认为透平机械需求的增长并不仅仅来自于冶金或化工行业产能的扩张，还来自于工业技术发展和对效率和节能要求的不断提高。商业模式创新改变制造型企业增长方式，加上收购兼并预期，公司有望挑战传统估值。

11、《杭氧股份(002430) —空分设备龙头迈进工业气体时代(制造业模式转型研究之二)》2010.7.13

本报告通过深入分析国际工业气体巨头业务架构与商业模式，创新性提出评价工业气体供气企业的“3C”标准-即 Cost(成本)、Capex(资本支出)和 Cash(现金流)。并通过纵向分析公司从制造业向供气服务的模式转变和横向比较公司和竞争对手的优势劣势，描绘出公司未来发展路径。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，六年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2007 年第二名，2008 年第五名，2009 年第一名；2009 年水晶球机械行业最佳分析师第一名。

蔡宇滨，清华大学与德国亚琛工业大学联合培养管理工程专业硕士、清华大学机械工程专业学士。2009 年加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。