

## 工程机械仍可看好 起重机有望成为亮点

谨慎推荐 维持评级

分析师：鞠厚林 电话：(8610) 6656 8946 邮箱：juhoulin@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130207091557

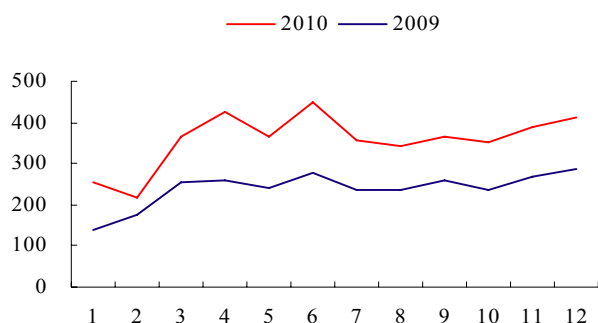
### 1. 事件

根据 2 月 9 日发布的数据，工程机械行业 2010 年 12 月销售增速继续呈现高位小幅度下降，1-12 月同比增速为 48.23%，比上月下降约 1.3 个百分点。

### 2. 我们的分析与判断

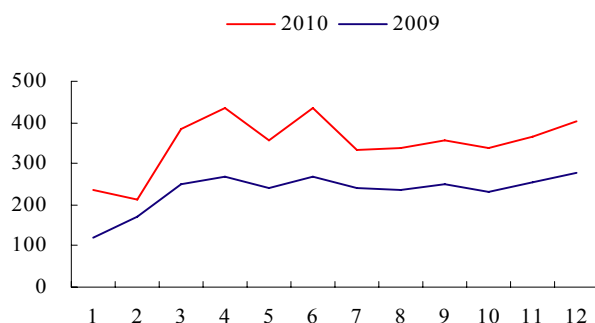
1)2010 年以来，在国内固定资产投资和房地产开发较快增长的背景下，工程机械行业呈现高速增长的态势，尤其是上半年累计销售增速将近 60%，下半年由于工程机械销售进入淡季，加上上年基数前低后高的影响，行业增速呈现小幅回落。工程机械全年销售同比增长 48%以上，在整个机械行业中位居第一。

图 1：工程机械月度产值 单位：亿元



资料来源：机经网

图 2：工程机械月度销售额 单位：亿元



资料来源：机经网

1-12 月，工程机械行业出口交货值为 182 亿元，同比增长 44.6%，增速呈现一定程度的环比回落。

2011 年在国家加强宏观经济调控和房地产行业调控的压力下，工程机械行业的增速将明显回落，不过保障性住房的大力建设将在一定程度上抵消上述压力，加上出口市场快速增长的可能性很大，因此工程机械的需求仍将持续增长，我们预计 2011 年工程机械的增速为 20%左右。

2)由于应用领域和市场饱和程度的不同，工程机械不同产品的复苏力度也有所不同，产销量增速呈现一定的差异。挖掘机 1-12 月累计产量为 19.28 万台，同比增长 68.8%，是工程机械中增长最快的产品；装载机 1-12 月产量为 22.27 万台，同比增长 45.08%；压实机械 2011 年的增速前高后低，1-12 月产量同比增长 36%；混凝土机械和起重机增速相对落后，1-12 月这两类产品产量增幅分别为 9.5%和 10.29%，明显落后于其它工程机械产品；值得注意的是起重机 12 月份的单月产量增长高达 49%以上，这是起重机行业连续第 2 个月呈现高速增长。我们认为起重机产量增速提高的主要动力包括出口市场前景看好以及同比基数较低等，预计未来一段时期起重机可能保持较快增速。

表 1: 工程机械产品产量及增速对比

| 产品    | 12 月生产量 (台) | 同比增减 (%) | 1-12 月累计产量 (台) | 累计同比 (%) |
|-------|-------------|----------|----------------|----------|
| 挖掘机   | 23011       | 96.8     | 192811         | 68.8     |
| 装载机   | 20386       | 24.06    | 222744         | 45.08    |
| 压实机械  | 3547        | 54.2     | 83959          | 36.0     |
| 混凝土机械 | 26623       | -0.98    | 365506         | 9.55     |
| 起重机   | 615594 (吨)  | 49.43    | 5778922 (吨)    | 10.29    |

资料来源: 机经网; 中国银河证券研究部

**起重机有望面临加速增长。**国内起重机的产销量近两年呈现平稳增长,大部分时间的增速在 10%-20%之间,落后于其它工程机械的增长速度。我们认为,由于起重机用于高铁、水利工程等重大基础建设的比例较高,受房地产行业波动的影响有限,因此 2011 年起重机的增长势头可能较好,有望超过工程机械的平均水平;同时由于我国起重机在国际市场上竞争优势比较明显,在全球经济加速复苏的预期下,该产品出口也将较快增长,2010 年 11 月和 12 月国内起重机产量连续两个月高速增长,可能预示着未来一段时间起重机行业将呈现较快的增长势头,我们将密切关注。

**挖掘机增长前景看好,增速将有所回落。**挖掘机的高增长,除了受国家建设投资和房地产等行业增长的拉动以外,也与挖掘机自身的成长性相关。挖掘机作为技术含量较高的土方机械,在我国起步较晚,由于挖掘机对装载机替代的效应显现,以及替代人工的经济效益在增强,因此该产品的增长势头明显好于其它工程机械产品,市场发展空间看好。2011 年虽然房地产面临国家调控的压力,但高铁、水利等领域的基础建设仍将给挖掘机带来较大的增长机会,预计全年收入增速可达 20%-25%,国产品牌的增速将明显高于行业平均水平。

### 3. 投资建议

工程机械重点公司的业绩出众,目前估值水平在 20 倍以下,维持“谨慎推荐”评级。未来一段时期市场将逐步进入年报发布期,工程机械由于年报预期较好,估值和成长性具有一定吸引力,而且部分重点公司正在加快资本运作的步伐,因此我们预计该板块很可能在年报行情中有较好的表现。

重点公司中,徐工机械的业绩增长持续性较好,2011 年动态市盈率为 15 倍左右,低于行业平均水平,公司的资本运作也将加快,投资价值具有较好的提升空间,给予“推荐”评级。

三一重工近年来经过持续的资本运作,资产规模和盈利能力大幅提升,随着公司主导产品的多元化,2011 年业绩增速仍有望保持在较高水平。2011 年动态市盈率为 13 倍左右,给予“推荐”评级。

## 徐工机械 (000425): 起重机龙头 业绩将持续稳定增长

公司的主导产品是起重机, 国内市场占有率为 50% 左右, 2009 年以来公司明显受益国家基建项目的拉动, 一直呈现稳定增长。预计公司 2011 年 - 2012 年每股收益分别为 3.39 元和 3.82 元, 维持 “推荐” 评级。

表 2: 徐工机械 (000425.SZ) 关键指标预测

| 指标        | 2008   | 2009    | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 销售收入(百万元) | 3354   | 20699   | 25278  | 29632  | 33988  |
| 销售收入增长率   | 2.7%   | 517.1%  | 22.1%  | 17.2%  | 14.7%  |
| 净利润(百万元)  | 110    | 1741    | 2938.4 | 3495.1 | 3938.4 |
| 净利润增长率    | 358.3% | 1482.7% | 68.8%  | 18.9%  | 12.7%  |
| 摊薄 EPS(元) | 0.2    | 2.01    | 2.85   | 3.39   | 3.82   |
| PE(X)     | 260.3  | 25.9    | 18.3   | 15.4   | 13.6   |
| PB(X)     | 15.6   | 10.3    | 4.8    | 3.7    | 2.9    |
| PS(X)     | 13.5   | 2.2     | 2.1    | 1.8    | 1.6    |
| ROE(%)    | 6.0%   | 39.9%   | 26.5%  | 23.9%  | 21.2%  |

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究部

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

国家加大基础建设和房地产行业发展拉动了工程机械的需求, 尤其是高铁等大型项目的加快建设对起重机的需求增长起到了重要作用, 预计 2011 年大型项目的投资建设仍将处于高潮阶段, 支持起重机的需求稳定增长。同时工程机械的出口有望在 2011 年加快复苏, 公司的起重机有较大出口潜力。我们预计 2011 年公司收入和利润增长 18% 左右。

### 我们与市场不同的观点:

市场对起重机未来的增长速度较为谨慎。我们认为, 今年国家的基础建设仍将较快增长, 铁路、公路、水利电力以及矿山等行业仍将有很大的需求潜力, 房地产投资也将持续拉动工程机械的需求, 同时公司起重机出口可能将加快, 成为公司的新增长点, 因此我们继续看好公司 2011 年的经营形势。

### 公司估值与投资建议:

按相对法估值, 给予 2011 年 18 - 20 倍市盈率, 公司合理估值在 60 元左右, 维持 “推荐” 评级。

### 股票价格表现的催化剂:

公司增发事项如顺利推进, 将对公司股价产生推动作用; 未来如果工程机械出口环境好转, 将有利于公司投资价值的提升。

### 主要风险因素:

公司起重机用于基建项目较多, 如果未来重大项目投资额减少, 将对公司业绩形成压力。

## 三一重工（600031）：新业务带动业绩增长

公司主营混凝土机械、挖掘机、起重机等产品，是国内工程机械行业龙头之一。在下游需求拉动和公司持续资本运作的推动下，公司业绩持续快速增长，预计 2011 - 2012 年每股收益分别为 1.66 元和 1.91 元，投资评级为“推荐”。

表 3：三一重工（600031.SH）关键指标预测

| 指标        | 2008   | 2009  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 销售收入(百万元) | 13745  | 16495 | 25346  | 29856  | 32828  |
| 销售收入增长率   | 50.3%  | 20.0% | 53.7%  | 17.8%  | 10.0%  |
| 净利润(百万元)  | 1232   | 1962  | 5821.3 | 8402.9 | 9668.4 |
| 净利润增长率    | -23.3% | 59.3% | 196.7% | 44.3%  | 15.1%  |
| 摊薄 EPS(元) | 0.82   | 1.32  | 1.15   | 1.66   | 1.91   |
| PE(X)     | 27.2   | 16.9  | 19.4   | 13.4   | 11.7   |
| PB(X)     | 5.7    | 4.4   | 9.7    | 5.7    | 3.8    |
| PS(X)     | 8.2    | 6.8   | 4.5    | 3.8    | 3.4    |
| ROE       | 20.9%  | 26.1% | 50.2%  | 42.0%  | 32.6%  |

资料来源：公司数据 中国银河证券研究部

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

经济的复苏和房地产行业的增长是公司业绩增长的主要驱动因素。未来一段时期，虽然面临国家宏观调控的影响，混凝土机械可能面临一定程度增速下降，但挖掘机和起重机所受有限，我们预计 2011 年公司业绩将继续快速增长，收入和利润增速分别为 18%和 40%左右。

### 我们与市场不同的观点：

市场对工程机械未来的增长较为担忧。我们认为，我国工程机械的国内需求仍有一定增长空间，出口需求将成为行业长期增长的动力。目前虽然房地产行业面临一定调控压力，将影响工程机械，但在国家基础建设和安居工程的拉动下，工程机械仍有增长的动力，未来仍将保持稳定增长的趋势，因此我们认为，未来两年公司的业绩增长仍可持续。

### 公司估值与投资建议：

按绝对法估值，公司的合理估值为 27 元左右，按相对法估值，给予 2011 年 18 倍市盈率，合理估值为 29 元左右，维持“推荐”评级。

### 股票价格表现的催化剂：

如果国家对保障性住房的建设力度超过预期，将有助于公司销售规模的扩大和经营业绩的提升；如果公司资本运作进展顺利，将推动股价上升。

### 主要风险因素：

公司的混凝土机械受房地产行业影响较为明显，需求增长面临不确定性。

## 评级标准

---

**银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避**

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**鞠厚林，机械军工行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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受到任何形式的补偿。

**覆盖股票范围：**

A 股：徐工机械（000425.SZ）、中联重科（000157.SZ）、中国卫星（600118.SH）、二重重装（601268SH）、光电股份（600184.SH）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究部**

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908