

“震”予的机会

—— 日本灾后重建分析



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)
 国家/地区 中国/A 股
 报告发布日期 2011 年 03 月 18 日 星期五

周凤武 机械行业首席分析师
 执业证书编号: S0860200010048

联系人 王东冬
 021-63325888
 wangdongdong@orientsec.com.cn

近期背景信息:

2011 年 3 月 11 日当地时间 14 时 46 分, 多震之国日本遭遇了历史上最强烈地震及最强烈海啸。日本东海岸发生的 9.0 级地震引发最高达 10 米的大海啸。日本地震海啸死亡人数已超 4000 人, 失踪近 2 万人。随后发生的福岛核电站 1-4 号机组爆炸, 核放射性物质外泄, 造成周围地区核辐射量大幅超出正常水平。目前, 由于核电机组内部高温难以用其他方法控制, 日本已经采用海水降温, 甚至不排除进一步采用硼酸降温地方法。

我们的观点:

虽然目前核电站安全问题是日本国内甚至是世界各国最关心的问题, 但受于内外的压力, 东京电力公司已经采用海水降温(海水对核电机组有腐蚀作用, 日本一开始不愿使用), 如果海水降温效果不明显, 甚至将进一步采用硼酸进行处理(硼酸将使核反应堆报废, 但是可有效阻止核爆炸), 因此, 中长期来看, 焦点将集中于日本灾后重建上来。

日本地震海啸对于全球经济产业链的影响十分深远, 从工程机械行业角度来分析, 我们认为对于中国工程机械行业总体来说是利好大于利空。从日本此次灾害的特点来看, 我们认为挖掘机、装载机以及推土机等土石方机械将有望成为最大受益机种; 另外, 我们认为通过此次海啸的洗礼, 预期日本可能采用更多的混凝土钢结构房子, 因而混凝土机械预计也将成为受益者。

日系品牌支援日本重建, 国产工程机械品牌面临机遇

日本此次重建投入保守估计将超 30 万亿日元(约 2.4 万亿人民币), 庞大的基建需求必然带动日本国内的工程机械需求, 而日本国内工程机械一时难以突破产能瓶颈, 将拉动中国以及东南亚日系品牌工程机械回销日本。由于事件的突发性, 日系品牌在中国的产能尚未升级, 上述因素预计将导致日系品牌 2011 年在中国的核心工程机械产品竞争力大幅下降, 将可能有利于国内品牌的发展。

日本预计在解决核电站问题之后, 预计将于 6 月左右逐步开始灾后重建工作。各界根据 1995 年阪神地震灾后重建投入分析, 此次灾后重建的投入金额预计将超过 2.4 万亿人民币, 而其中绝大部分将用于基础设施建设。灾后重建将立足于地震海啸地区的灾害垃圾的处理, 以及灾民工作的安置以及社会公共设施的建设。因而从工程机械产品需求来看, 2011 年挖掘机、装载机以及推土机等机械将有较大的需求。

图表 1 日本灾后重建预计对日本国内工程机械需求影响

中国 4 万亿投资对工程机械影响				日本 2.4 万亿灾后投入对工程机械影响
2009 年 销售额	2010 年 销售额	不考虑投资的正常增长	"4 万亿投资"推动影响	2.4 万亿
3100 亿	4500 亿	310 亿	1090 亿	2.4*272.5 (A) =654 亿
		10%增长, 与 GDP 增速相近	A=272.5 亿/万亿投资	2.4 万亿灾后投入保守估计将带动 654 亿工程机械

资料来源: 工程机械行业协会 东方证券研究所

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。
 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, 不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

根据图表 1 的保守预测（由于 4 万亿投资在 2008 年下半年就开始，我们的测算只考虑了 2010 年中国工程机械的销售增长），日本灾后重建的投入将至少额外拉动日本工程机械的需求约 650 亿元。根据年初日本建设机械协会（就是中国的工程机械协会）预测的 2011 年日本国内工程机械需求仅约 385 亿元，而此次突然增长的 654 亿元需求，将超过日本国内工程机械供给能力，换言之，日本国内需求将从国外的日资企业那里得到满足。

从日本工程机械企业在国外的分布情况来看，约 80% 分布于中国和东南亚地区，中国地区的销售额占其全部海外市场的 30% 左右。在经过 2010 年爆发增长后，相比于中国工程企业的大步产能跟进不同，日本工程机械企业由于在中国的产能跟进不充分。综合以上分析，我们认为此次灾后重建将对工程机械产生积极的影响。

从灾后重建的性质来看，2011 年日本在工程机械产品的需求将主要集中于挖掘机（产品操作性以及适应性强），装载机（大量的灾后垃圾清理需要中大型装载机）以及推土机（海啸后灾害处理的首选装备，特别是湿地式推土机）以及混凝土机械（经过海啸的洗礼，日本的沿海建筑可能用更多的混凝土结构建筑代替日本传统的木结构房屋）。

中国工程机械直接出口日本？绝大部分不行。

中国国产品牌的装载机、推土机产品多数采用欧 2 尾气排放标准，而日本目前采用相当于欧 3 标准的排放标准，中国产品直接出口日本必须更换更高级别的发动机以及配套。这为短期内工程机械产品的出口日本制造了难题。但是也有部分高端产品目前已经达到欧 3 标准排放，如山推股份的 SD525 系列大功率推土机，三一重工等采用日本原装进口的发动机的挖掘机品牌，以及采用高端的混凝土泵车以及混凝土运输车等。

拓展海外市场的机会

但是，由于日本内需增加将从其海外公司弥补，预期必将使日企在海外市场，特别是其最大的东南亚等第三世界国家的海外市场竞争力有所下降，而这些海外市场国家目前在尾气排放标准上能否符合中国工程机械产品的标准。因而，从这个角度来讲，对中国工程机械出口的提供了难得的机遇。从目前国内工程机械产品的特点来看，起重机、推土机、混凝土机械以及挖掘机等产品在发展中国家有较大的需求。预期山推股份（推土机）、徐工机械（起重机）、三一重工（挖掘机及混凝土机械）以及中联重科（起重机以及混凝土机械）等企业将受益。

以挖掘机为例：

就国内挖掘机市场来看，小松、日立建机以及成功神钢等日系品牌占据了超过 30% 的中国挖掘机市场份额，3 家日资企业在中国 2010 年的挖掘机销量超过 56000 台。目前国内工程机械销量中，挖掘机的销量约占 20%，并且仍在高速增长中，日本预计挖掘机占总体市场的比例在 30% 左右。以新增的 650 亿工程机械需求为基础，我们预计日本新增的挖掘机需求量将达 39000 台。

图表 2 中国日资挖掘机企业向日本输送挖掘机量预测

日本工程机械销量增长额	日本挖掘机销量增长额	挖掘机平均单价	新增挖掘机需求量	中国日资企业供给比例	中国日资企业供给量	预计占 2011 年中国市场份额
654 亿	196.2 亿	50 万/台	39240 台	30%	11772 台	6.20%
	挖掘机约占 30% 的比例					2011 年挖机的预计销量为 19 万台

资料来源：工程机械行业协会 东方证券研究所

将近 12000 台的挖掘机意味着占日资品牌销售总量将近 20% 的挖掘机将输送至日本，而这些空缺将由目前上升势头明显的国内挖掘机品牌进行填补。同时，根据前面我们对海外市场增长的分析，基于同样的逻辑，我们分析认为国内企业在挖掘机出口发展中国家方面将会有突破性发展。

从各国内公司的产能情况分析，我们认为在 2010 年已经享有一定挖掘机品牌知名度，同时在 2011 年产能有较大幅度增长的国产品牌将分享日资品牌空缺所形成的市场蛋糕。从图表 3 的主要挖掘机生产厂商的挖掘机产能增长分析，预期三一重工、柳工以及龙工等企业将由此受益。

图表 3 各公司挖掘机产能情况分析

品牌	2010 产能	2011 年预计	增幅	
三一重工	30000	80000	167%	昆山产业园增长 1 万台，临港基地目标 11 年 10 月增长 4 万台。
柳工	7000	10000	43%	原厂区产能扩张。
龙工	5000	14000	180%	目标 3 年内成为国内液压挖掘机前 3 厂商。11 年计划扩能至 14000 台。
小松	30000	40000	33%	10 年常州工厂开工，计划年内完工。
斗山	35700	40400	13%	计划于昆山扩能以适应国内市场需求。

资料来源：工程机械行业协会 东方证券研究所

推土机

对于国内推土机市场，基本由山推股份、河北宣工等垄断，日资品牌在国内推土机市场几乎是空白。从产品的尾气排放标准来看，山推股份的 SD525 系列挖掘机已经满足欧 3 标准排放，另河北宣工的 SD9 系列采用美国康明斯发动机（国产），该系列产品可选用原装进口的美国康明斯发动机，即可立即达到欧 3 标准排放。对于海啸袭击后灾难现场清理的特殊要求，推土机将成为不可或缺的工程机械品种。

图表 4 地震海啸灾害现场及推土机救灾现场


资料来源：互联网 东方证券研究所

从日本此次灾害本质来看，海啸对于东北部地区的影响大于地震带来的实质性影响，正式因为自然灾害不同导致的灾害现场的处理方式有所不同。同灾害现场的灾后垃圾图中我们不难发现，海啸造成的灾害垃圾属于遍布杂乱、数量繁多、区域分散等特点。而推土机由于本身相比于其他工程机械在大批量处理方面的优势，将在日本灾后重建的第一步发挥重要的作用。

结合国内推土机厂商的产品特点以及性质，预期山推股份、河北宣工等满足挖掘机直接出口日本尾气排放标准的上市公司将受益。

混凝土机械

中国的混凝土机械虽然目前产销量高居世界第一，且在经过一系列的海外拓展以及并购之后，国内混凝土机械品牌在国际上已具有较大的影响力，但是由于日本本身的城市化率已经较高，且地域较小，再加上日本三四线城市采用更多的是木结构房屋，因此对于混凝土机械的需求相对较小。但是在这次海啸让日本看到了木结构房屋在水灾面前脆弱的抵抗能力，因此，我们认为混凝土结构建筑物将会在灾后重建过程占据较大的位置。但是由于日本此次受灾地区人口并不集中，因此灾后住房应该会以多层建筑为主，高层建筑会较少。因而从产品结构来讲，混凝土运输车以及混凝土搅拌机械将会比混凝土泵车具有更大的推动力。预期三一重工、中联重科等相关企业将会受益。（三一重工以及中联重科在发动机方面均采用国外原装进口的发动机，尾气排放标准符合直接出口要求）

日系核心零部件及发动机供给影响不大，能保证整机需求

中国工程机械制造商的大部分高端液压件来自日本（川崎提供），而发送机亦有相当大一部分来自日本本土（除康明斯发动机在中国有合资制造商外）。由于与这些发动机、高端液压件相关的制造工厂大部分位于地震灾区外，工厂产能影响有限。日本受灾对工程机械的核心零部件和发动机供给从中长期来看不至于产生实质性的影响。而短期来看，由于国内工程机械已为即将来临的产销高潮贮备了3个月以上的发动机以及液压件，所以也不至于对中国工程机械产生实质影响。预计在5、6月份，国内制造商将面临发动机以及液压件进口高峰，而届时日本相关企业的供货能力已恢复。

图表 5 五十铃以及川崎生产基地布局



资料来源：公司网站 东方证券研究所

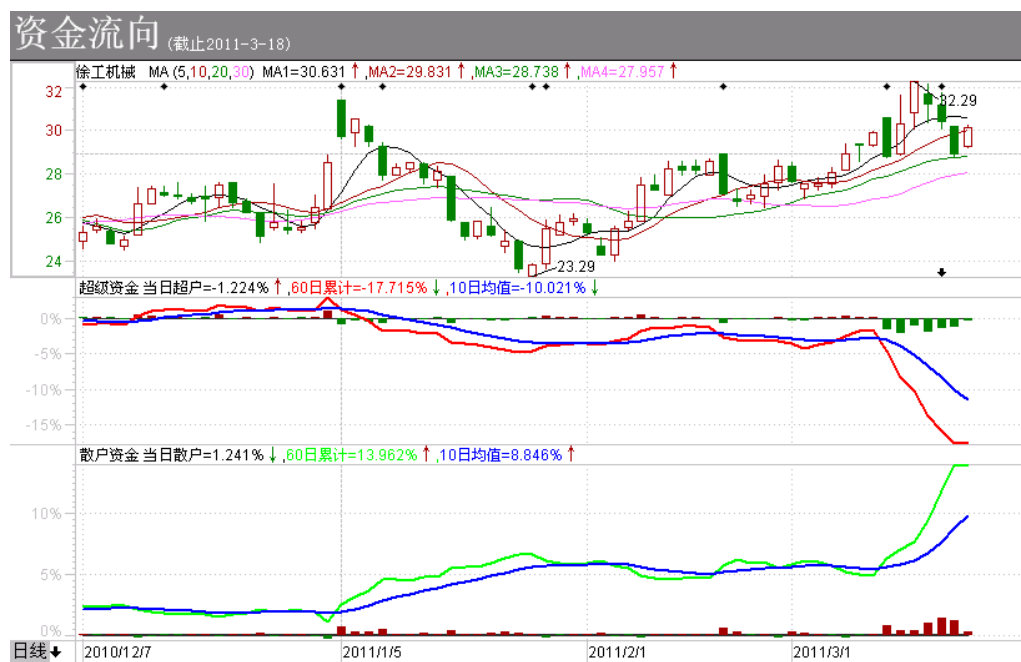
相关受益公司：

从受益程度来看，我们分析认为拥有较大市场占有率以及拥有一定世界品牌知名度的行业龙头企业预期将能受益，重点推荐三一重工（买入）、徐工机械（买入）、中联重科（买入）、柳工（买入）。同时关注山推股份（未评级）、厦工股份（未评级）等

风险提示

如我们一开始所述，我们认为核电站安全问题最终将会在较短的时间内解决，不管是采用将使核电站报废的处理方式还是常规的处理方式。但目前日本当局以及全球各界对于核问题的未来走向仍没有明确的方向。而日本方面先前曾表态，关于核问题，日本最坏的结果将会是“放弃整个关东区”，如放弃则意味着我们先前的重建投入假设将进行重新评估。但我们认为这种结果发生的可能性较小。

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止2011-3-18)



资金流向

(截止2011-3-18)





注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值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行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

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

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn