

## 信贷收紧、资金面趋紧、工程机械受抑制

## ---工程机械行业 3 季度投资策略

撰写日期：2011 年 6 月 25 日 发布日期：2011 年 6 月 29 日

爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO., LTD.

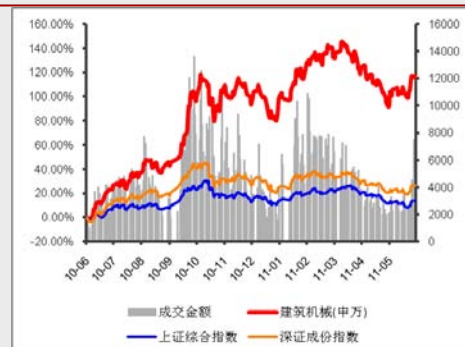
- **行业销量先扬后抑，行业拐点是否来临存疑。**2011 年上半年，工程机械行业总体呈现出先扬后抑的局面，4 月份以来，各子行业销量都出现了较明显的下滑。但是从 1 至 5 月份各子行业总体的销售情况来看，今年挖掘机累计销量同比增长 36%，推土机销量累计同比增长 21%，装载机销量累计同比增长 21%。我们认为今年工程机械行业增速放缓这是不争的事实，但是如果就此确认行业拐点的来临，似乎有点草率。
- **保障房建设加速，需求有望回升。**2011 年全国商品房的销售面积出现了一定的回落，作为房地产行业的先行指标，销售面积的下滑意味未来新开工面积将面临较大的下行风险，这将对未来工程机械行业的销售起到一定的制约。但是目前保障房开工率普遍偏低，国家对保障房建设又下达了死命令，我们预计下半年保障房建设的集体开工将刺激相关工程机械的销售情况。
- **大宗商品价格坚挺，出口有望成为新的增长动力。**金融危机以来，大宗商品价格持续走强，从目前的流动性及供需情况来看，大宗商品的价格可能还将在目前的高位继续运行一段时间，这有利于我国工程机械行业未来出口的增长。我们认为今年行业出口增长 30% 问题不大。
- **行业竞争愈发激烈，配套件的发展将成为重要竞争力。**我们认为随着行业未来竞争愈发激烈，核心配套件的研发及生产将在未来成为行业内一些龙头公司的重要核心竞争力之一。未来随着激烈的行业竞争，行业将可能面临一轮洗牌，当洗牌结束后，国内的工程机械行业内必然会出现比肩美国卡特彼勒和日本小松的超级航母级工程机械企业。
- **投资策略：**虽然说未来保障房开工建设将利好工程机械板块，但是紧缩的信贷政策还是对行业够成了较大的风险，故我们短期对行业还是持有一个谨慎的态度，7 月份的行业销售数据将尤为关键，我们将继续密切跟踪。长期来看，我们看好行业未来成长性，且目前工程机械板块估值水平较低，建议积极关注行业内的龙头公司。
- **风险提示：**
  1. 宏观经济出现较大变化，信贷政策持续紧缩
  2. 行业销量持续下滑
  3. 原材料及人力成本的上升

## 行业评级

同步大市（维持）

市盈率(TTM): 17.2  
市净率: 4.25

## 行业表现



| 评价周期     | 1 个月  | 6 个月  | 12 个月  |
|----------|-------|-------|--------|
| 绝对表现 (%) | 12.15 | 13.97 | 105.47 |
| 相对表现 (%) | 8.53  | 13.6  | 93.32  |

资料来源：Wind 资讯

## 重点公司评级

| 证券简称 | EPS  |       |       | 评级 |
|------|------|-------|-------|----|
|      | 2010 | 2011E | 2012E |    |
| 三一重工 | 0.74 | 1.15  | 1.35  | 推荐 |
| 中联重科 | 0.80 | 1.10  | 1.35  | 推荐 |
| 徐工机械 | 1.51 | 1.78  | 2.25  | 推荐 |
| 柳工   | 1.37 | 1.78  | 2.22  | 推荐 |
| 厦工股份 | 0.85 | 1.16  | 1.53  | 推荐 |
| 常林股份 | 0.53 | 0.63  | 0.76  | 推荐 |

研究员：穆运周

执业编号：S0820210010027

联系人：孙霁光

邮箱：sunjiguang@ajzq.com

电话：021-32229888-3507

## 相关报告

《5 月份销量继续下滑,短期内缺乏催化剂---行业动态点评》

《4 月销量下降---行业动态点评》

《行业呈现高增长，行业不确定性增加---工程机械行业 1 季度总结报告》

《工程机械行业 2011 年 2 季度投资策略》

目录

1. 行业销量先扬后抑，行业拐点是否来临存疑..... 3

2. 保障房建设加速，需求有望回升..... 4

3. 大宗商品价格坚挺，出口有望成为新的增长动力..... 6

4. 行业竞争愈发激烈，配套件的发展将成为重要竞争力..... 7

5. 行业风险..... 8

6. 投资策略..... 8

7. 重点公司简介..... 9

图表

1. 挖掘机销量..... 3

2. 推土机销量..... 3

3. 装载机销量..... 4

4. 全国固定资产投资增速仍保持在高位..... 4

5. 房地产新开工及销售呈下降趋势..... 5

6. 本轮扩张期制造业投资增速相比上一轮有所下降..... 5

7. M1 和 M2 增速下滑势..... 6

8. shibor 的上升表明资金紧张..... 6

9. CRB 指数变动与我国工程机械出口增长情况高度吻合..... 7

10. 我国工程机械出口增速较高..... 7

11. 工程机械板块 PE 和 PB 都处于相对的历史低位..... 8

12. 工程机械 PE Band..... 9

13. 工程机械 PB Band..... 9

表格

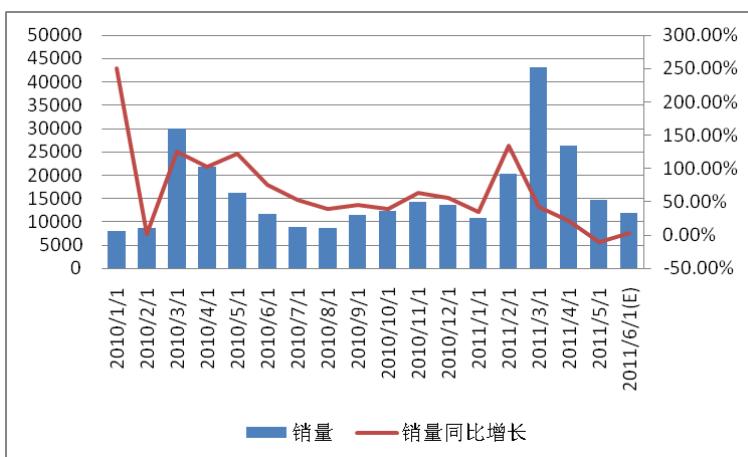
1. 全行业上市公司盈利预测..... 11

## 一、行业销量先扬后抑，行业拐点是否来临存疑

2011 年上半年，工程机械行业总体呈现出先扬后抑的局面，今年一季度，行业延续了去年的高景气状态，各子行业的销量都保持了较高的增长，然而从 4 月份开始，行业突然拐头向下，前期增长较快的挖掘机同比只增长了 21%，而推土机和装载机同比更是出现了负增长，5 月份的销量数据公布后，行业内最热门的挖掘机销量同比下降 10%以上，推土机的销量同比更是下降了 3 成多，这也引发了市场对于行业拐点是否来临的担忧，我们认为 4、5 月份行业销量的下降主要是国家持续的紧缩政策所致，一季度行业的过度营销也是今年行业销售旺季不旺的另一主要原因。

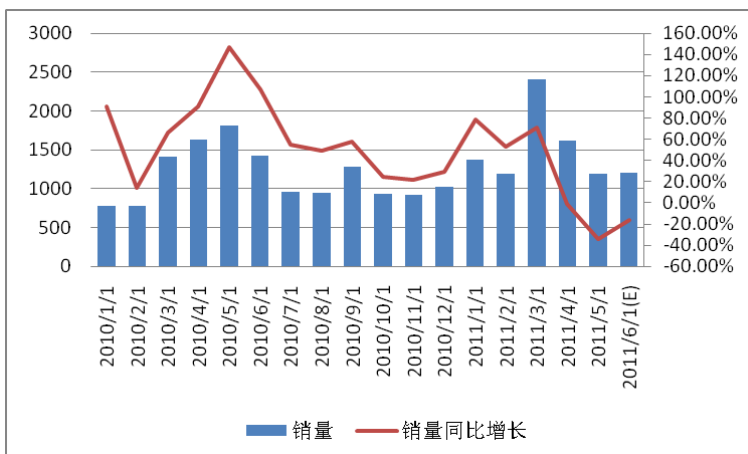
从 1 至 5 月份各子行业总体的销售情况来看，今年挖掘机累计销量同比增长 36%，推土机销量累计同比增长 21%，装载机销量累计同比增长 21%。我们认为今年工程机械行业增速放缓这是不争的事实，但是如果就此确认行业拐点的来临，似乎有点草率。

图 1 挖掘机销量



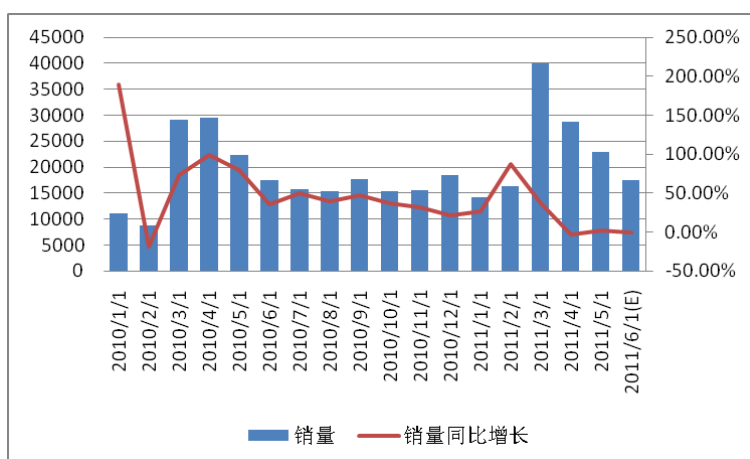
资料来源：中国工程机械工业协会，国际工程机械网，爱建证券

图 2 推土机销量



资料来源：中国工程机械工业协会，国际工程机械网，爱建证券

图3 装载机销量



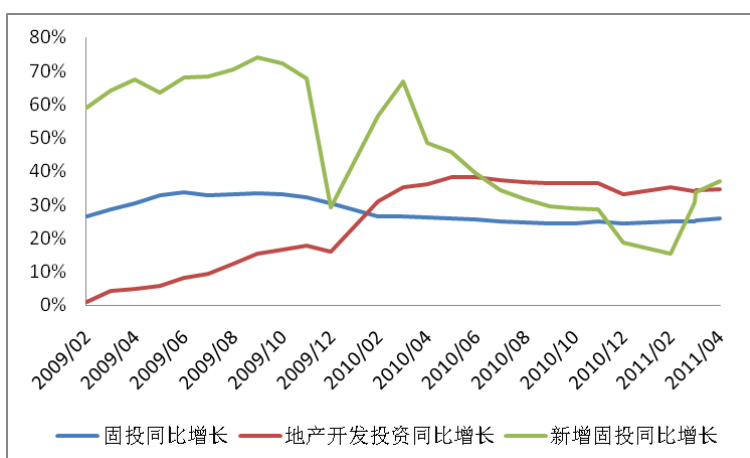
资料来源：中国工程机械工业协会，国际工程机械网，爱建证券

## 二、保障房建设加速，需求有望回升

工程机械行业的主要下游驱动因素是固定资产投资，房地产投资与基础设施建设投资又占据了我国固定资产投资的50%的份额，故房地产投资与基础设施建设投资与工程机械行业有紧密的联系。

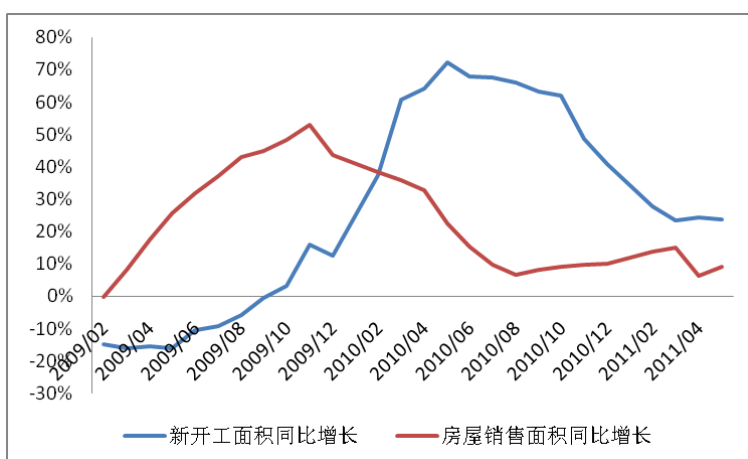
从宏观数据来看，2011年我国固定资产投资仍然保持了高增长势头，房地产新开工面积的同比增速相对于去年有所回落，但也仍然保持在高位，但是受制于国家房产调控政策及信贷紧缩政策的双重影响，2011年全国商品房的销售面积出现了一定的回落，作为房地产行业的先行指标，销售面积的下滑意味未来新开工面积将面临较大的下行风险，这将对未来工程机械行业的销售起到一定的制约。

图4 全国固定资产投资增速仍保持在高位



资料来源：WIND，爱建证券

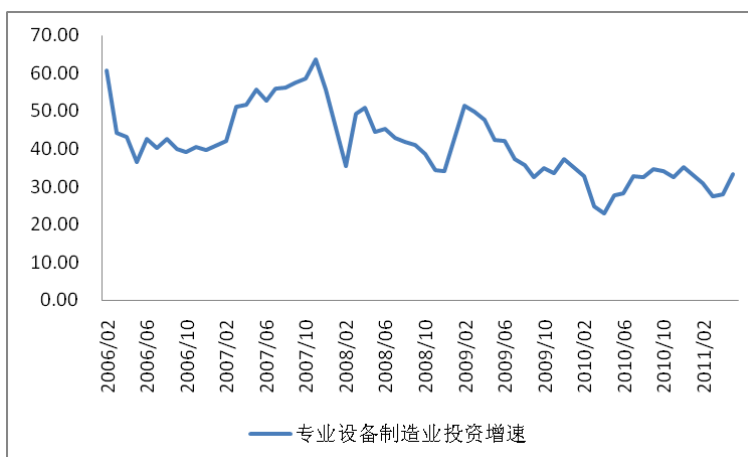
图 5 房地产新开工及销售呈下降趋势



资料来源：WIND，爱建证券

从宏观经济情况来看，由于此次的信贷紧缩政策，中国制造业又进入了一次去库存周期，如我们之前所说的，我们认为由于在本轮的扩张过程中，制造业的投资增速并不高，目前行业产能过剩现象也不明显，故本轮的去库存周期持续时间不会很长，我们预计本轮的去库存周期可能在今年 7, 8 月份结束，随着去库存周期的结束，我们预期行业销售有望恢复。

图 6 本轮扩张期制造业投资增速相比上一轮有所下降

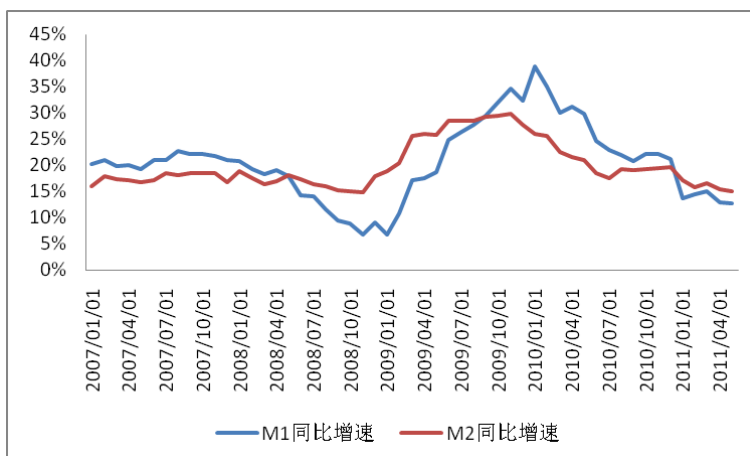


资料来源：WIND，爱建证券

我们可以看到，本轮的信贷紧缩政策引起的结果是一系列的。M1，M2 的持续回落，银行信贷利率的持续上升，民间借贷的疯狂等现象无一不是此次信贷政策所引起的。就工程机械行业而言，下游保障房建设截止 5 月底开工率不足 30%，国家“一号文件”农田水利建设资金至今未到位等也与紧缩的信贷政策有关，这也间接的影响了工程机械行业的销售。从目前的情况来看，保障房及农田水利建设作为国家重要的民生工程意义重大，其不执行的可能性较小。目前就保障房建设，住建部已经下发命令要求 11 月底保障房项目全面开工，且今年完成的保障房不得低于 400 万套。综上，我们认为由于上半

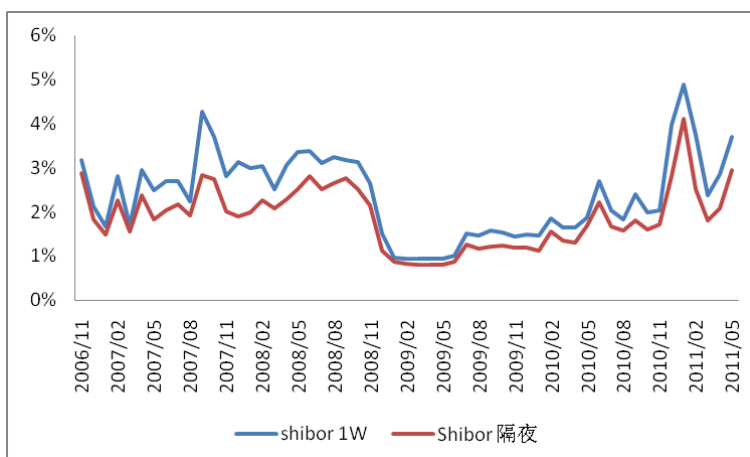
年开工情况不理想，我们预期下半年总体的开工建设情况将有所好转，下游的恢复将有利于行业需求景气的提升。

图 7 M1 和 M2 增速下滑



资料来源：WIND，爱建证券

图 8 shibor 的上升表明资金紧张



资料来源：WIND，爱建证券

总体而言，我们目前仍然维持 2011 年全行业将保持 20%以上增长的这样一个判断，但是持续的信贷紧缩政策也给行业带来了极大的不确定性，目前行业内部分公司“零首付”的销售方式也不利于行业长期的发展，未来我们需要密切关注行业的销售情况。

### 三、大宗商品价格坚挺，出口有望成为新的增长动力

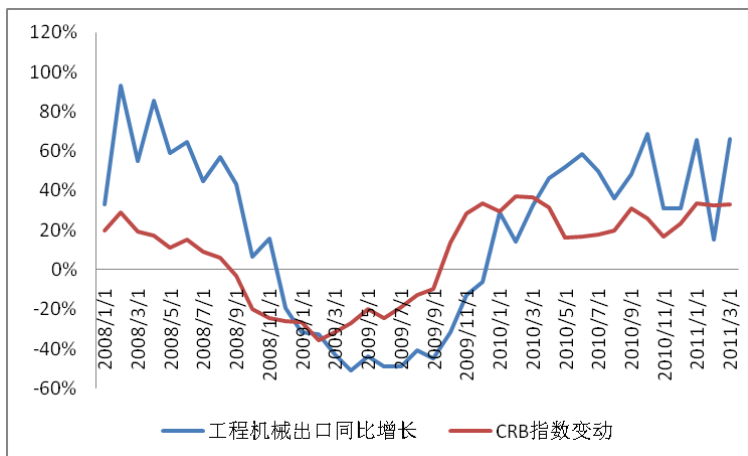
出口是我国工程机械行业需求的另一来源，由于性价比方面的比较优势，发展中的资源型国家是我国工程机械的出口目的国。其中推土机和汽车起重机又是出口的主要品种。在所有工程机械出口中占比最大是履带式起重机，其对资源型国家的销售占比更是达到了 60%左右。大宗商品价格一定程度上决定了资源型国家的景气水平，故国际大宗

商品价格对我国工程机械行业的出口具有一定的指导意义。

金融危机以来，大宗商品价格持续走强，从目前的流动性及供需情况来看，大宗商品的价格可能还将在目前的高位继续运行一段时间，这有利于我国工程机械行业未来出口的增长。

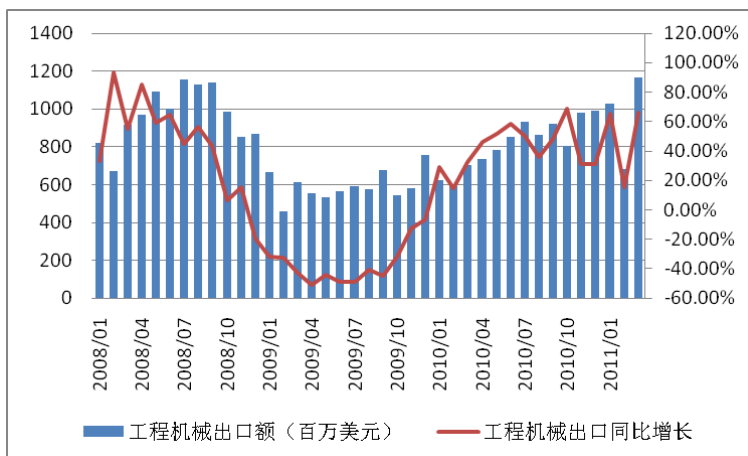
从微观层面，我们也可以看到，目前已三一，中联，徐工为首的行业龙头企业都在积极的海外扩张，三一在巴西的单月销售金额在今年5月更是突破了千万美金的大关，我们认为未来出口将成为我国工程机械行业另一重要的增长点，按照中国工程机械工业协会的计算，到2015年，我国工程机械行业的年出口金额将达到200亿美元，我们认为完成甚至是提前完成此目标的可能性较大。今年我们认为行业出口增长30%问题不大。

图9 CRB指数变动与我国工程机械出口增长情况高度吻合



资料来源：WIND，第一工程机械网，爱建证券

图10 我国工程机械出口增速较高



资料来源：WIND，第一工程机械网，爱建证券

#### 四、行业竞争愈发激烈，配套件的发展将成为重要竞争力

目前国内工程机械行业的整体格局是龙头公司全方位，全机种的竞争越演越烈。最

近中联重科又宣布了投资建设年产能 3 万台挖掘机的东部产业园，此次的建设投资将弥补中联在铲运机械领域的不足，可以预计未来我国工程机械行业的竞争将愈发激烈。

另一方面，我国制造业历来重主机轻配件的传统思维导致了目前工程机械行业关键核心零部件严重依赖进口的局面，此局面的长期存在不利于国内工程机械行业的长期发展。目前三一，中联，柳工等行业龙头公司已经开始投入研发工程机械的核心配套件，大型企业对于核心配套件的重视将改变国内配套件生产研发的现有格局，而且我们认为，随着行业未来竞争愈发激烈，核心配套件的研发及生产将在未来成为行业内一些龙头公司的重要核心竞争力之一。未来随着激烈的行业竞争，行业将可能面临一轮洗牌，当洗牌结束后，我们认为国内的工程机械行业内必然会出现比肩美国卡特彼勒和日本小松的超级航母级工程机械企业。

此外，根据消息称工程机械的“125”规划可能将于 6 月底公布。根据此前工程机械协会人士的讲话以及之前基础零部件振兴方案的内容，我们猜测本次的工程机械“125”规划中可能也会对工程机械的相关配套件做出一定要求，相关的像三一，中联，柳工，山推等公司也将会受益。

## 五、行业风险

1. 宏观经济出现较大变化，信贷政策持续紧缩
2. 行业销量持续下滑
3. 原材料及人力成本的上升

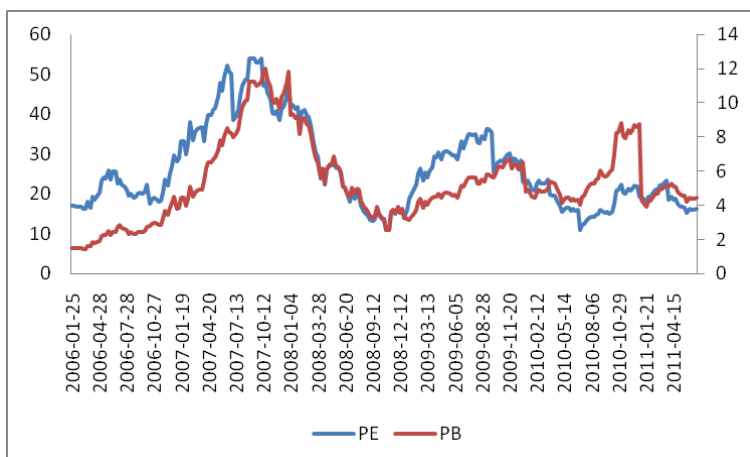
## 六、投资策略

今年资本市场工程机械的整体表现与工程机械行业销售的整体走势十分吻合，1-3 月份，受益于良好销量的提振，工程机械板块上升势头明显，部分公司积累涨幅达到 30%。然而从 4 月份以来，无论是实际的行业销售数据还是资本市场板块的表现都出现了较大的下滑。短期来看，工程机械板块的周期性属性非常明显，受信贷，投资等经济因素影响明显。目前国内还是处于一个信贷紧缩的大环境中，虽然说未来保障房开工建设将利好工程机械板块，但是紧缩的信贷政策还是给行业够成了较大的风险，故我们短期对行业还是持有一个谨慎的态度，我们认为工程机械今年 7 月的销量数据将十分关键，如果 7 月份行业销售能如我们预期那样有所恢复的话，那么我们将看好下半年整体工程机械

的表现。但如果 7 月份行业销售不能如我们所预期的那样，继续持续下滑，那我们可能需要下调行业的整体盈利预期。我们目前对 7 月的行业销售还是偏乐观的，预计 7 月份行业销售环比将有所改善，8 月份行业销售同比将有所改善。未来我们将继续密切关注宏观形势的变化及行业自身的变化。

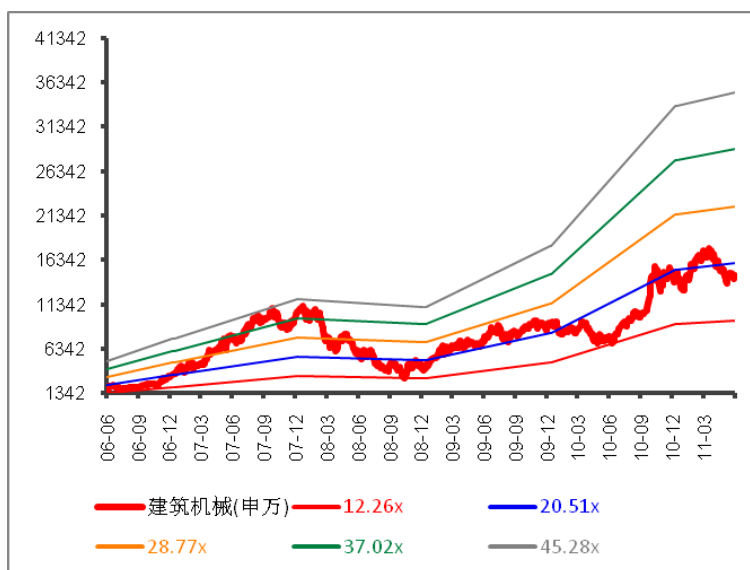
从长期来看，工程机械的成长属性又十分突出，从 06 年至今，工程机械板块实现了 1260% 的高额回报，这远非一般周期性行业能比拟的。我们认为近几年内，我国投资驱动型经济立即转化成消费驱动型经济可能性不大，未来投资仍会在我国 GDP 中占据较大比重，这利好工程机械这一典型的投资驱动型行业。而且我们看以看到经历了本次调整后，工程机械板块的 PE 和 PB 都处在相对的历史低位，从长期角度来看，我们认为目前工程机械板块投资机会明显。

图 11 工程机械板块 PE 和 PB 都处于相对的历史低位



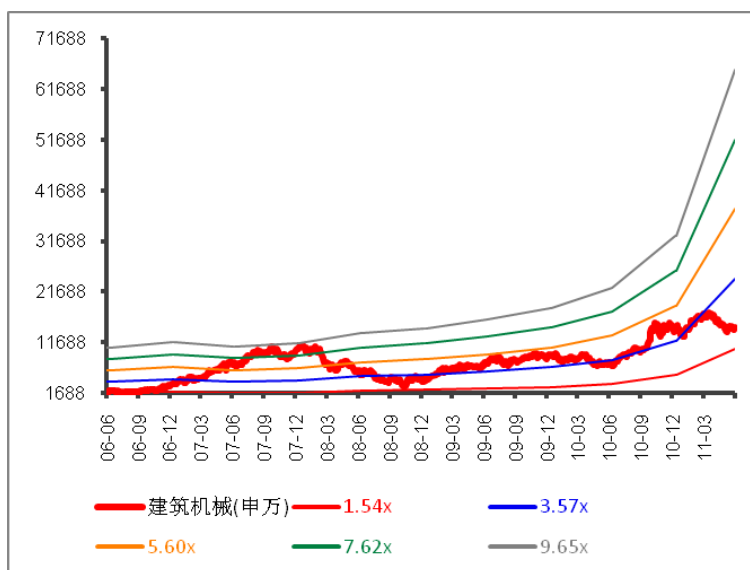
资料来源：WIND，爱建证券

图 12 工程机械 PE Band



资料来源：WIND，爱建证券

图 13 工程机械 PB Band



资料来源：WIND，爱建证券

整体而言，我们建议长期积极关注工程机械板块，短期由于信贷紧缩，资金面趋紧等因素行业受抑制较明显，给予行业“同步大市”评级，建议积极关注受益于保障房建设与水利建设的混凝土机械、推土机械与挖掘机械行业中龙头公司。如三一、中联、柳工、山推、常林等。

## 七、重点公司简介

**三一重工：**公司是我国工程机械的龙头公司，10 年营业收入在上市公司中居首，公司目前在混凝土机械领域和中联重科具有寡头垄断优势，保障房建设对于混凝土机械的利好明显，公司的强势业务将能继续保持稳定增长。公司挖掘机业务今年增长迅猛，在市场环境不甚理想的 4、5 月份，公司仍保持了一定的增长。销量的快速上涨也带动公司市场占有率的迅速提升，目前 1 到 5 月份挖掘机累计销量市场占有率达到 10.5%，仅次于小松，排名全行业第 2，改变了我国挖掘机行业一直以来外资占主导地位的状况。我们看好公司未来的发展，预计公司 11 年和 12 年的 EPS 分别为 1.15 元和 1.35 元，给予公司“推荐”评级。

**常林股份：**公司主营铲运机械及压路机械，1 季度公司业绩增长明显。公司最近刚完成了定向增发计划，此次定增的目的主要是用于扩建公司 9 系类新产品的产能。目前公司 9 系类产品在市场上深受客户好评，公司的 9 系类产品是在经过充分的市场调研后，公司结合自身优点重新设计改造的产品，此产品弥补了公司现有产品在运行速度上不足的短板，丰富了公司产品的种类，公司在此次定增完成后及搬迁新厂区后，总装能力及

产品产能将得到较大提升。未来业绩将能得到一定程度上的提升，再加上国机集团资产注入的预期，我们认为可以长期关注此公司，预计公司 11 年和 12 年 EPS 分别为 0.63 元和 0.76 元，给予公司“推荐”评级。

表 1 全行业上市公司盈利预测

| 公司名称 | 6 月 25 日<br>股价 | 盈利预期 |       |       | PE    |       |       | 投资评级 |
|------|----------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|      |                | 2010 | 2011E | 2012E | 2010  | 2011E | 2012E |      |
| 三一重工 | 18.10          | 0.74 | 1.15  | 1.35  | 24.46 | 15.74 | 13.41 | 推荐   |
| 中联重科 | 15.28          | 0.80 | 1.10  | 1.35  | 19.10 | 13.89 | 11.32 | 推荐   |
| 徐工机械 | 24.28          | 1.51 | 1.78  | 2.25  | 16.08 | 13.64 | 10.79 | 推荐   |
| 柳工   | 22.27          | 1.37 | 1.78  | 2.22  | 16.23 | 12.53 | 10.02 | 推荐   |
| 厦工股份 | 15.30          | 0.85 | 1.16  | 1.53  | 18.00 | 13.18 | 9.98  | 推荐   |
| 山推股份 | 18.55          | 1.11 | 1.35  | 1.64  | 16.71 | 13.74 | 11.33 | 推荐   |
| 常林股份 | 10.86          | 0.53 | 0.63  | 0.76  | 20.68 | 17.26 | 14.34 | 推荐   |
| 安徽合力 | 14.89          | 0.85 | 1.18  | 1.47  | 17.62 | 12.62 | 10.13 | 推荐   |
| 山河智能 | 14.02          | 0.48 | 0.70  | 1.01  | 29.21 | 20.03 | 13.88 | 中性   |
| 河北宣工 | 9.67           | 0.10 | 0.12  | 0.14  | 96.70 | 80.58 | 69.07 | 中性   |

资料来源：WIND，爱建证券

## 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,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映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。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

### ● 公司评级

强烈推荐:预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

### ● 行业评级

强于大势:预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势:预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

## 重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格,本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任,爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考,并不构成所述证券的买卖出价或征价,爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下,我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有,未经书面许可,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“爱建证券有限责任公司”,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。