

报告日期：2011 年 09 月 21 日

分析师

严福峯

☎ (86-0755) 83515672, ✉ yfy@cgws.com

执业证书编号：S1070511030001

增速趋缓 估值下移

——机械行业 2011 年四季度投资策略

要点：

- **行业呈现前高后低走势。**从1-7月我国专用、通用设备分别实现累计销售产值1.39万亿元和2.27万亿元，同比分别增长31.84%和32.51%，增速从年初开始一直延续下滑趋势。受国家宏观调控紧缩政策的逐步影响，7月份开始有增速明显放缓的迹象。在政策没有出现明显的放松信号下，我们预计4季度行业增速将延续放缓趋势。
- **经济增长先行指标预示行业后期发展节奏。**从固定资产投资增速、货币供应宽松度和PMI新订单三个先行指标角度看，投资增速在保障房建设、水利设施建设拉动下未来可保持一定的延续性，但货币紧缩对企业投资和下游需求的抑制作用日益明显，新出口订单下滑，产成品库存保持高位，去库存过程仍将延续的形势决定了机械行业在四季度增长面临居多压力。
- **工程机械四季度逐步走出低谷，但难言大幅增长。**保障房开工进度在四季度已近尾声，水利设施建设有望适当提速，固定资产投资难有超预期惊喜；货币政策紧缩对行业盈利空间的制约作用依然明显；产品销量方面尽管环比已有改善回升的趋势，但由于去年同期较高的基数原因，同比数据将难有大的亮点。行业估值接近近年低点，具有一定的安全边际，但行业增速趋缓是导致整体估值下移的主因。
- **海工板块迎来长期投资机会，传统船企周期底部运行。**在油价高位振荡和国际产油国局势动荡不安的背景下，无论是从国家能源安全角度出发还是从企业盈利条件考虑，我们看好海工板块在国家政策的大力支持下，将获得税收方面的优惠，融资信贷方面的支持，作为国家战略新兴产业扶持对象，未来5年将保持年均20%以上的增长速度。新船订单价格持续低位，船企在手订单下降，在全球经济下滑的预期下，传统造船企业盈利预期不佳。
- **投资建议：**我们维持对机械行业中性评级。分别给予工程机械板块中性评级，给予海工板块推荐评级，给予传统造船企业中性评级，给予机床行业中性评级，给予农机行业推荐评级。
- **风险提示：**国家紧缩政策超出预期；油价大幅下跌影响海工投资。

独立声明

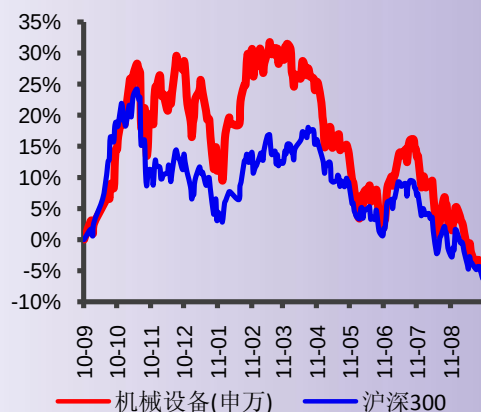
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资评级：中性（维持）

行业重点公司盈利预测及评级

股票简称	11EPS	12EPS	投资评级
三一重工	1.24	1.6	强烈推荐
中联重科	0.96	1.29	强烈推荐
中集集团	1.60	1.86	强烈推荐
海油工程	0.07	0.14	强烈推荐
太阳鸟	0.59	0.78	强烈推荐
新研股份	0.95	1.45	强烈推荐

行业表现



目 录

1、行业发展回顾	3
1.1 行业销售及盈利情况	5
1.2 进出口情况	7
2、行业先行指标展望	8
2.1 投资增速相对稳定	8
2.2 货币政策难言放松	9
2.3 去库存短期未改	11
3、细分板块投资机会	12
3.1 工程机械	12
3.2 海工船舶板块	16
3.3 机床制造板块	21
3.4 农业机械板块	22
4、投资建议及重点公司评级	24
5、风险提示	24



图表目录

图 1: 专用、通用设备累计销售产值及同比增速	5
图 2: 专用、通用设备累计利润总额及同比增速	5
图 3: 机械设备当月出口额及增速	7
图 4: 机械设备累计出口额及增速	7
图 5: 机械设备当月进口额及增速	7
图 6: 机械设备累计进口额及增速	7
图 7: 新增固定资产投资完成额及累计同比增速	8
图 8: 中央项目、地方项目固定资产投资完成额及同比增速	9
图 9: M1 历史数据比较	9
图 20: M2 历史数据比较	9
图 11: M1/M2 历史数据比较	9
图 12: 贷款利率、存款准备金率收紧	10
图 33: PMI 新订单数据	11
图 14: 产成品、原材料库存	11
图 15: 装载机销量变化	12
图 16: 挖掘机销量增长图	12
图 47: 推土机销量变化	12
图 18: 汽车起重机销量增长图	12
图 19: 履带起重机销量变化	13
图 20: 叉车销量增长图	13
图 21: 压路机销量变化	13
图 22: 混凝土机械销量增长图	13
图 23: 房地产开发投资完成额及增速	14
图 24: 房屋新开工面积累计量及增速	15
图 25: 专用设备制造业应收账款、利润总额和财务费用增长图	15
图 26: 工程机械与沪深 300 估值比较	16
图 27: 一年来国际原油价格走势	17
图 28: jackup 200+ 平均日租费 (美元)	17
图 29: semisub 1500+ 平均日租费 (美元)	17
图 30: drillship 4000+ 平均日租费 (美元)	18
图 31: 造船完工量对比	18
图 32: 造船完工量占世界总量的比例	18



图 33: 造船新接订单对比	19
图 34: 造船新接订单量占世界总量的比例	19
图 35: 各国手持订单量对比	19
图 36: 手持订单量占世界总量的比例	19
图 37: BDI 指数处于低位运行	20
图 38: 新船价格走势一	20
图 39: 新船价格走势二	20
图 40: 金属加工机床进口金额及同比变化	21
图 41: 数控机床进口金额及同比增长	21
图 42: 传统机床制造业毛利率今年有所改善	21
图 43: 机床利润总额总体保持增长趋势	21
图 44: 申万机床工具 TTM,整体法估值	22
图 45: 近年国家农机购置补贴资金增长迅速 (亿元)	22
图 46: 农村人口占比逐年下降	23
图 47: 玉米种植面积不断扩大	23
图 48: 玉米产量逐年提升	23
表 5: 细分行业利润总额同比增速 (%)	6
表 2: 保障房新开工进度 (万套)	14
表 3: 重点公司盈利预测和评级	24

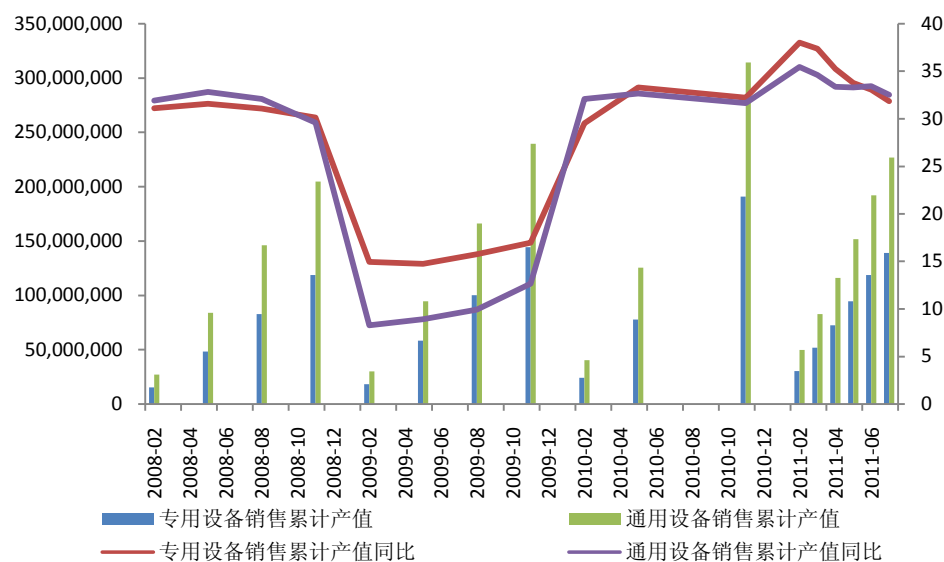


1、行业发展回顾

1.1 行业销售及盈利情况

1-7 月我国专用、通用设备累计销售产值保持较高的增长速度。专用设备实现累计销售产值 1.39 万亿元,同比增长 31.84%;通用设备实现累计销售产值 2.27 万亿元,同比增长 32.51%。受国家宏观调控紧缩政策的影响,7 月份开始出现了增速明显放缓的迹象。在政策没有出现明显的放松信号下,预计 4 季度增速将延续放缓趋势,全年累计增速预计在 25%左右。

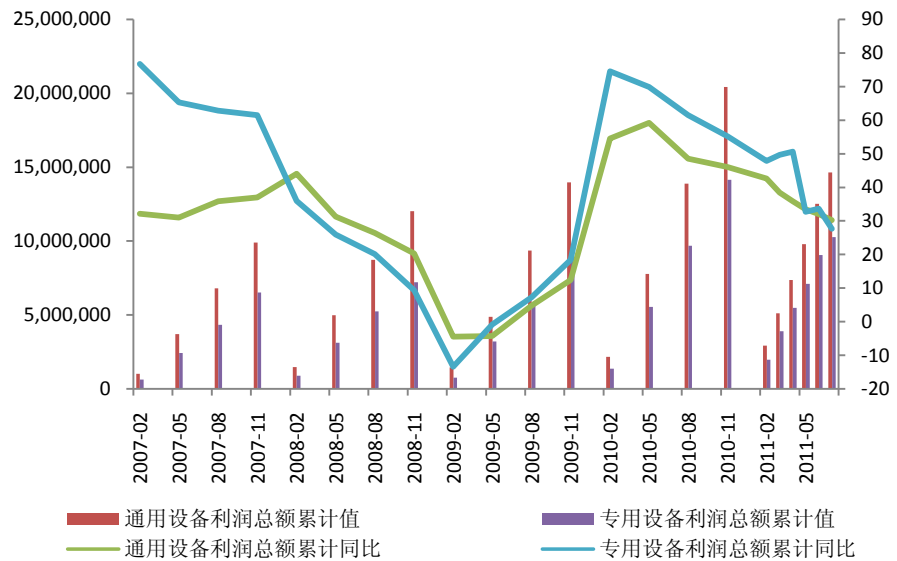
图 6: 专用、通用设备累计销售产值及同比增速



数据来源: wind 资讯 长城证券研究所

1-7 月专用设备行业实现利润总额 1026 亿元,同比增长 27.66%,较 1-6 月累计同比增长 33.64%的增速大幅下滑了近 6 个百分点,主要是由于销售利润率同期出现下滑所致。1-7 月通用设备累计实现利润总额 1465 亿元,同比增长 30.22%,增速环比下滑 1.77 个百分点,与销售总产值下滑幅度相当。专用设备受国家大型投资下滑影响明显。

图 2: 专用、通用设备累计利润总额及同比增速



数据来源: wind 资讯 长城证券研究所

1-7 月细分行业中增速最快的前三个行业为: 集装箱及金属包装容器制造 (135.46%), 农、林、牧、渔专用机械制造 (45.13%) 和印刷、制药、日化生产专用设备 (36.37%)。增速相对较慢的三个细分行业分别是: 锅炉及原动机制造 (21.73%), 金属表面处理及热处理加工 (20.93%), 化工、木材、非金属加工专用设备 (18.84%)。

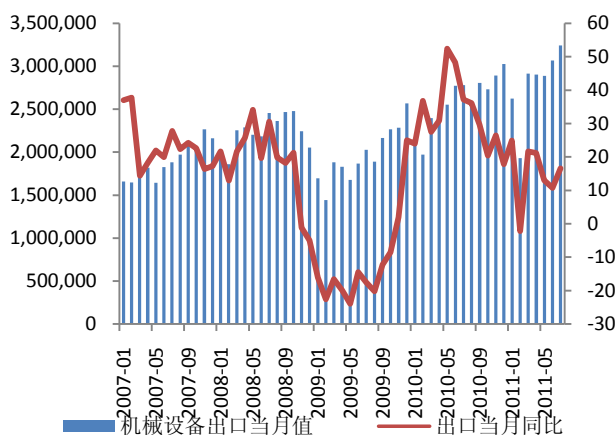
表 1 细分行业利润总额同比增速 (%)

行业	09 年 1-5 月	10 年 1-5 月	11 年 1-5 月	11 年 1-7 月
集装箱及金属包装容器制造	-45.01	99.72	208.73	135.46
农、林、牧、渔专用机械制造	27.58	21.91	42.91	45.13
印刷、制药、日化生产专用设备	-10.91	62.37	39.68	36.37
通用零部件制造及机械修理	-1.30	69.95	34.93	35.41
金属加工机械制造	-18.49	73.84	44.29	34.28
金属铸、锻加工	9.41	54.55	33.33	33.26
工程机械	-6.20	118.30	51.60	32.90
泵、阀门、压缩机及类似机械的制造	-11.06	71.37	37.96	32.90
食品、饮料、烟草及饲料生产设备	8.38	36.15	31.88	28.55
起重运输设备制造	7.66	29.56	31.89	26.93
轴承、齿轮、传动和驱动部件的制造	-22.20	94.41	32.40	26.65
矿山、冶金、建筑专用设备制造	2.16	81.46	37.11	26.31
风机、泵、平衡器、包装设备等通用设备	-3.20	50.22	29.34	25.90
金属工具制造	-14.20	62.43	15.54	23.19
锅炉及原动机制造	-3.97	55.05	20.58	21.73
金属表面处理及热处理加工	-37.58	106.77	15.32	20.93
化工、木材、非金属加工专用设备	-23.07	86.70	16.24	18.84

1.2 进出口情况

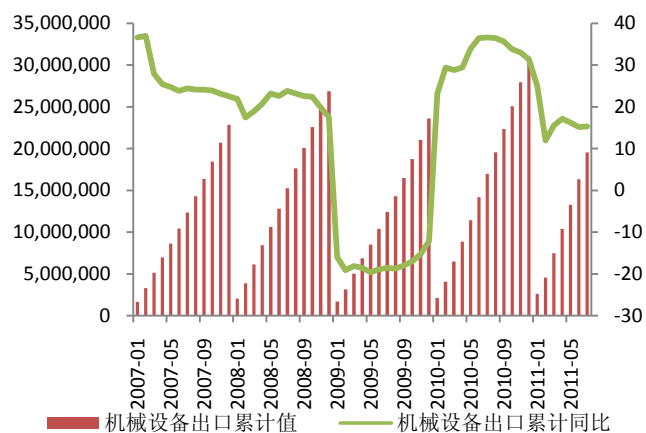
1-7 月我国机械设备进出口额保持稳定增长, 全行业进出口总额达到 3129.88 亿美元, 同比增长 18.81%。其中出口额为 1956.41 亿美元, 同比增长 15.03%; 进口额为 1173.47 亿美元, 同比增长 25.30%。尽管面临美国经济增速下滑, 欧洲债务危机蔓延以及日本遭受地震灾害袭击的不利国际经济环境, 我国机械设备出口仍保持稳健增长, 同时进口增速从 1 月份最高时的 52.8%一直下降到 7 月份的 25.3%, 表明我国机械产品进口替代率上升的趋势未改。具有技术和成本综合优势的部分机械产品一方面继续在国内抢占进口产品的份额, 进口替代进程继续推进, 同时在国际市场上加大出口, 争取更广阔的市场空间。

图 3: 机械设备当月出口额及增速



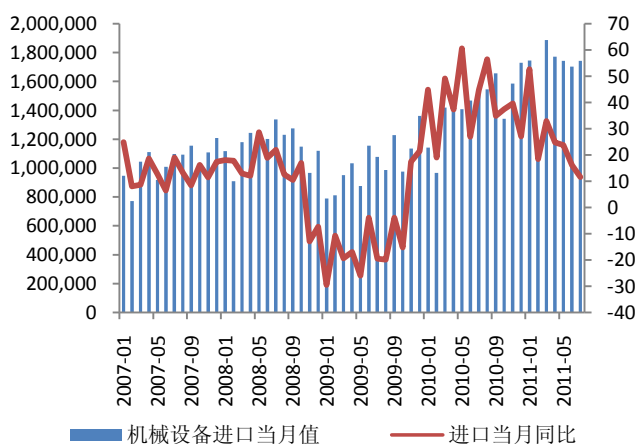
数据来源: WIND 资讯 长城证券研究所

图 4: 机械设备累计出口额及增速



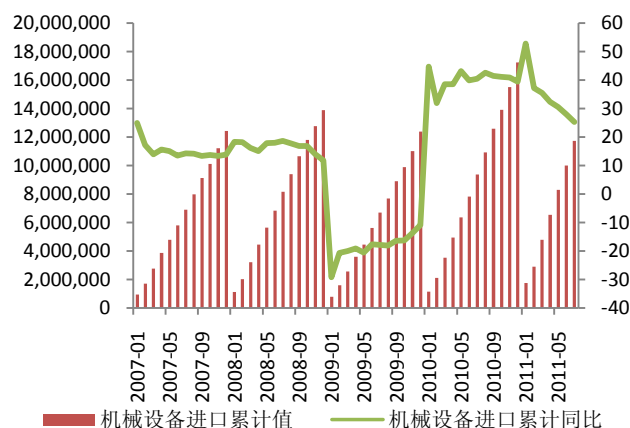
数据来源: WIND 资讯 长城证券研究所

图 5: 机械设备当月进口额及增速



数据来源: WIND 资讯 长城证券研究所

图 6: 机械设备累计进口额及增速



数据来源: WIND 资讯 长城证券研究所

2、行业先行指标展望

2.1 投资增速相对稳定

国家提出“十二五”期间，我国将把经济结构战略性调整作为加快转变经济发展方式的主攻方向，促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变。机械行业位于整个经济活动的中游，上下游两端的变化将逐步传递、反馈到行业未来发展的趋势上。

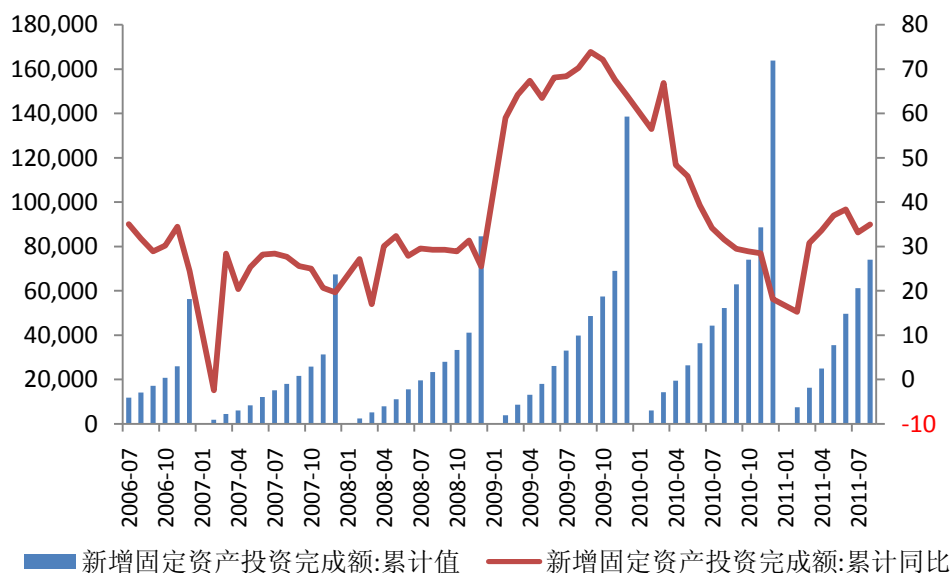
消费领域的发展，将体现在消费广度的延伸，消费结构的升级等方面。受益于消费规模的逐步增长，涉及产品精细加工、为耐用消费品加工配套的上游设备制造、消费属性的机械产品加工等行业将受益明显。

政府投资方向的引导将直接影响整个行业发展的方向。高端装备制造作为战略新兴产业之一，“十二五”期间将受益国家政策的持续扶持；节能环保，新能源设备制造等能源装备制造产业链也将迎来新的发展机遇。农机、水利设施建设为国家粮食生产安全提供重要保障，在未来几年也是重要的投资方向。

出口端的变化更多的是取决于国际经济形势的发展和我国在国际经济贸易中地位。传统低附加值产品为主的出口结构将逐步发生转变，具有先进技术和成本优势的机械产品出口增速有望提高，工程机械、轨道交通等细分行业受益。

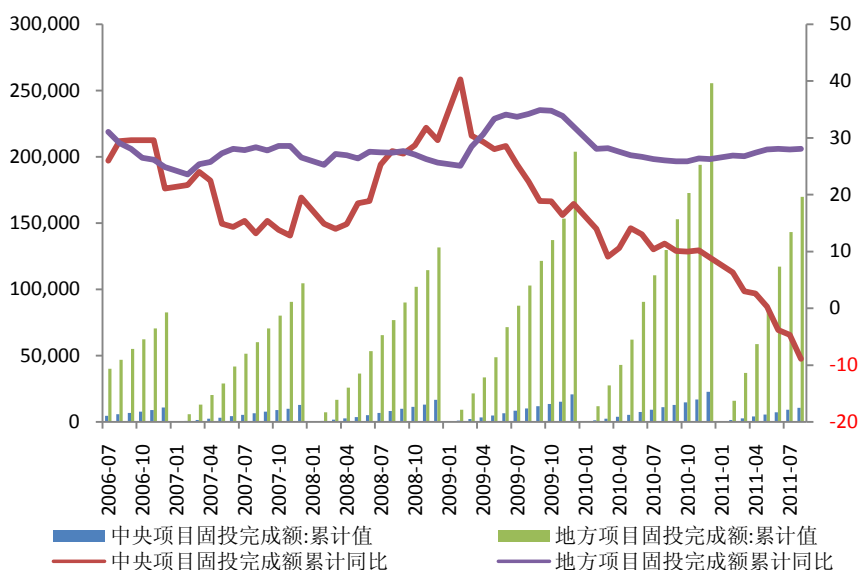
三条拉动路径中，投资是受政府导向的效果最明显也是我国最常用的一种拉动经济发展的方式。我们首先从投资的变化情况看机械行业的未来发展。

图 7：新增固定资产投资完成额及累计同比增速



数据来源：wind 资讯 长城证券研究所

图 8：中央项目、地方项目固定资产投资完成额及同比增速



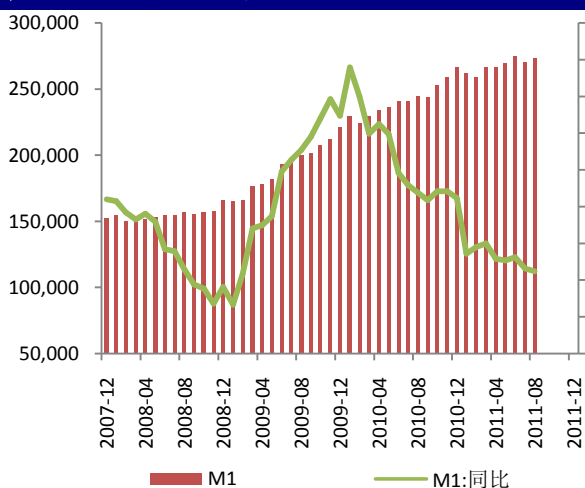
数据来源：wind 资讯 长城证券研究所

统计数据显示，1-8 月我国新增固定资产投资完成额累计同比继续保持 35% 的高速增长，其中中央项目同比延续下滑趋势，累计同比减少 8.9%，地方项目完成额同比增长 28%，保持平稳增长。

2.2 货币政策难言放松

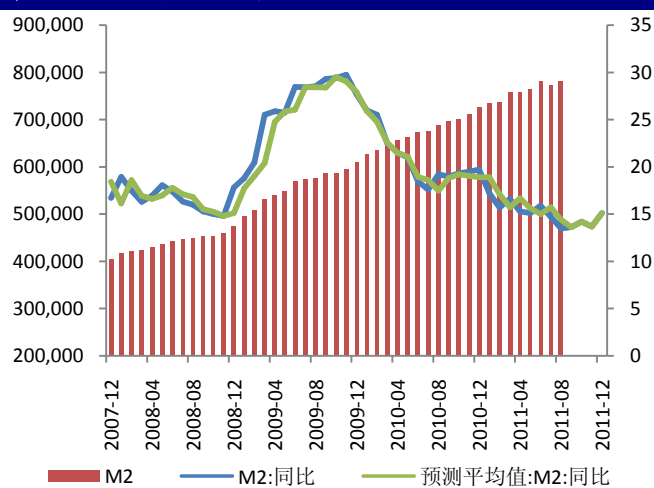
为抵御金融危机，各国几乎都向实体经济注入了流动性，大流的货币进入实体经济后，开始造成大宗商品价格的上涨，国内通货膨胀率开始一路走高。控制物价上涨已成为政府调控的重要目标。

图 9：M1 历史数据比较



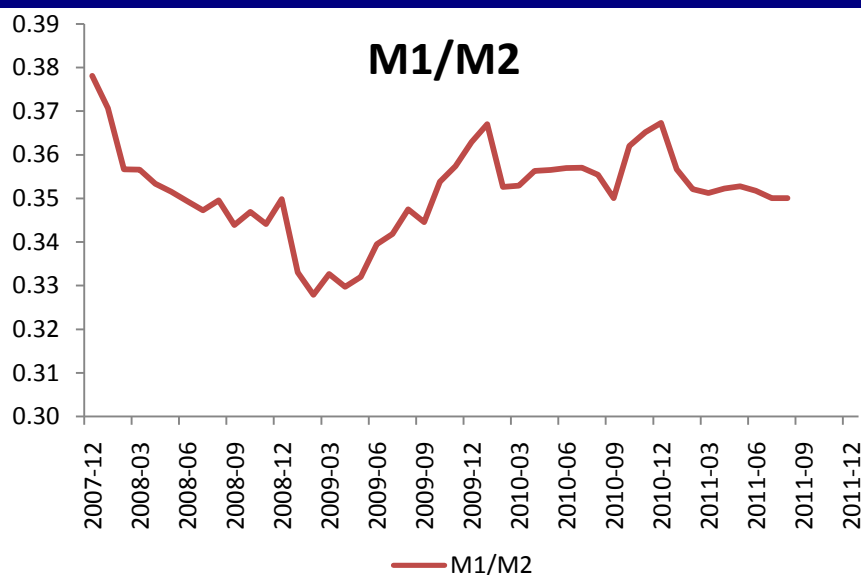
数据来源：WIND 资讯 长城证券研究所

图 10：M2 历史数据比较



数据来源：WIND 资讯 长城证券研究所

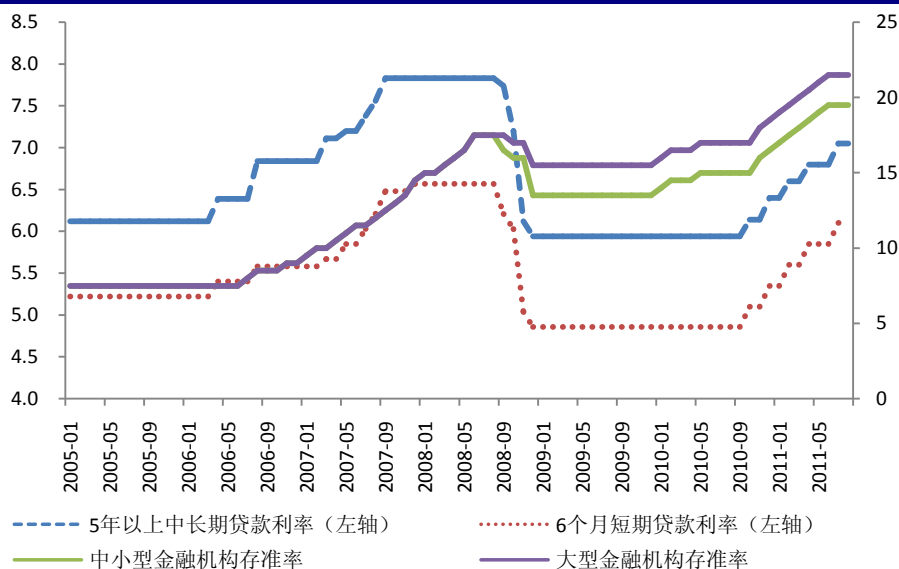
图 11: M1/M2 历史数据比较



数据来源: wind 资讯 长城证券研究所

从上图中可以看出 09 年底, M1, M2 同比增速创近年最高水平, 随后开始逐渐收缩。8 月份 M1 同比增速较上一月继续下滑 0.4 个百分点至 11.2%, M2 同比增速下滑 1.2 个百分点至 13.5%。M1/M2 也是延续下滑趋势, 货币供应整体趋紧形式没有变动。

图 12: 贷款利率、存款准备金率收紧



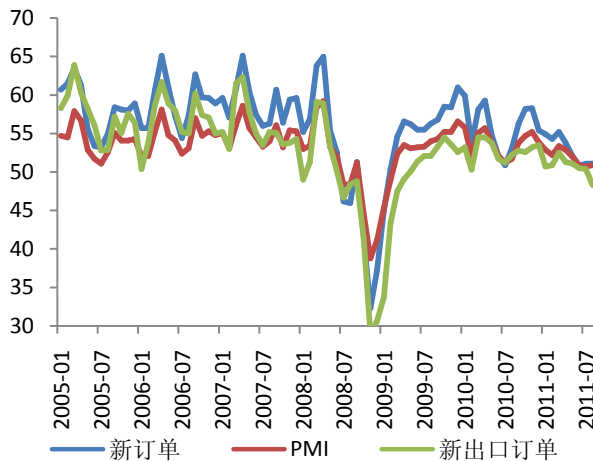
数据来源: wind 资讯 长城证券研究所

银根收紧、贷款利率提高, 直接制约了投资扩张的速度, 也抑制了下游客户的需求。二季度开始许多下游行业的需求出现下滑, 统计数据也显示机械行业在二季度呈下降趋势。我们预计在四季度随着通胀逐步见顶并趋于稳定, 政策进入观察期, 行业增速将逐步企稳和缓慢回升。

2.3 去库存短期未改

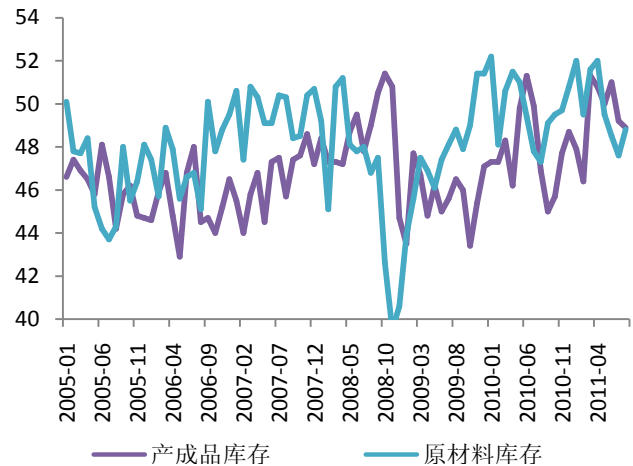
机械行业中许多产品都有一定的生产周期，企业订单变化是未来盈利情况的先行指标。行业处于产业链的中游位置，上游订单量的变化也是具有极大的参考价值。

图 13: PMI 新订单数据



数据来源: WIND 资讯 长城证券研究所

图 14: 产成品、原材料库存



数据来源: WIND 资讯 长城证券研究所

8 月 PMI 指数为 50.9，在连续 4 个月回落之后，止跌回升了 0.2 个百分点。但是由于制造业通常是在 8 月开始步入旺季，如果扣除季节性因素后 PMI 指数仍呈下滑趋势。新订单指数为 51.1，与上月持平。新出口订单指数为 48.3，较上月大幅下滑 2.1 个百分点，外围经济形势不容乐观，未来仍将给出口增长带来巨大压力。机械行业作为中游行业，从 PMI 细分数据看，中游行业除生产指数外，新订单、产成品库存指标均呈继续恶化态势。

从库存周期角度看，原材料库存一般要领先产成品库存 2 个月左右，新订单指数变化又要领先于原材料库存变化。新出口订单从今年 3 月份的高点延续下滑趋势，新订单指数从 3 月高点下滑后至近两月微幅回升，产成品库存从 6 月开始逐月下降，经济运行还处于去库存阶段。在产成品库存水平没有明显回落前，去库存仍将继续下去。

综合上述三个方面的分析看，投资增速在保障房建设、水利设施建设拉动下未来可保持一定的延续性，但货币紧缩对企业投资和下游需求的抑制作用日益明显，新出口订单下滑，产成品库存保持高位，去库存过程仍将延续的形势决定了机械行业在四季度增长面临居多压力。我们给予行业中性评级。

3、细分板块投资机会

3.1 工程机械

3.1.1 销量情况回顾

1-8 月行业整体销量呈现前高后低走势，部分品种 8 月销量开始企稳回升，但考虑到去年同期较高的基数效应，四季度同比难有大的增长，环比仍有改善空间。

图 15: 装载机销量变化

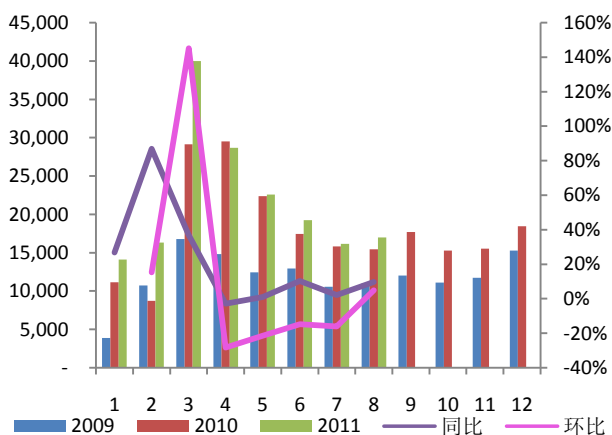


图 16: 挖掘机销量增长图

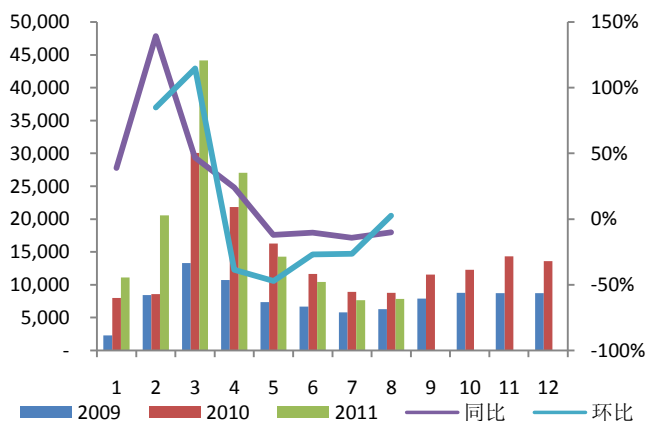


图 17: 推土机销量变化

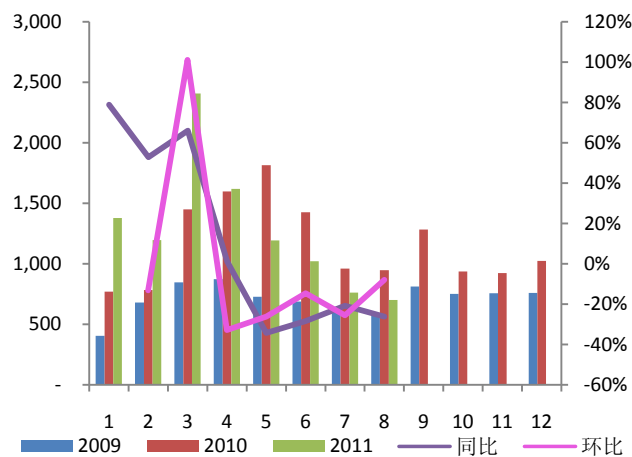
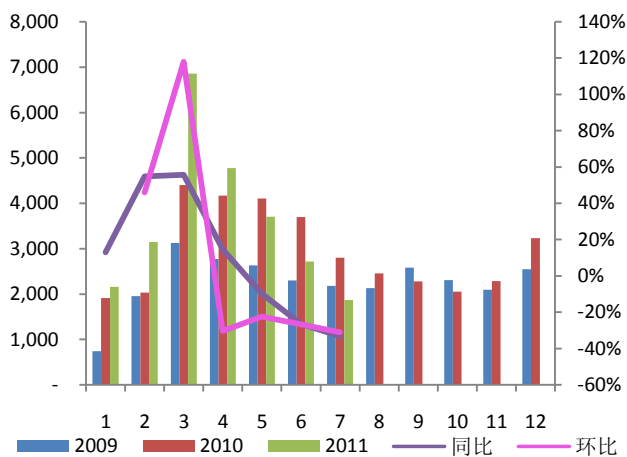


图 18: 汽车起重机销量增长图



数据来源：工程机械商贸网 长城证券研究所

图 19: 履带起重机销量变化

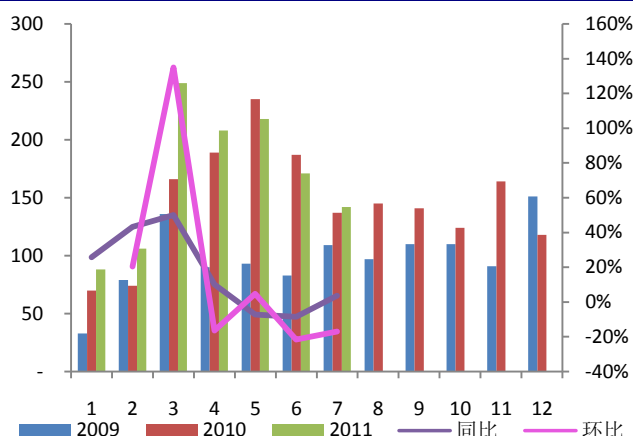


图 20: 叉车销量增长图

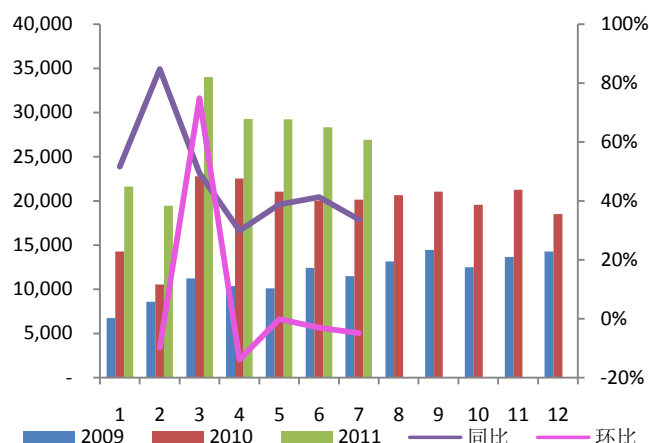


图 21: 压路机销量变化

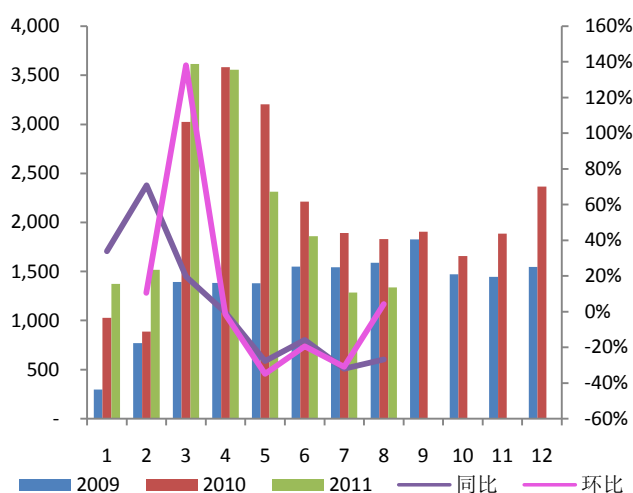
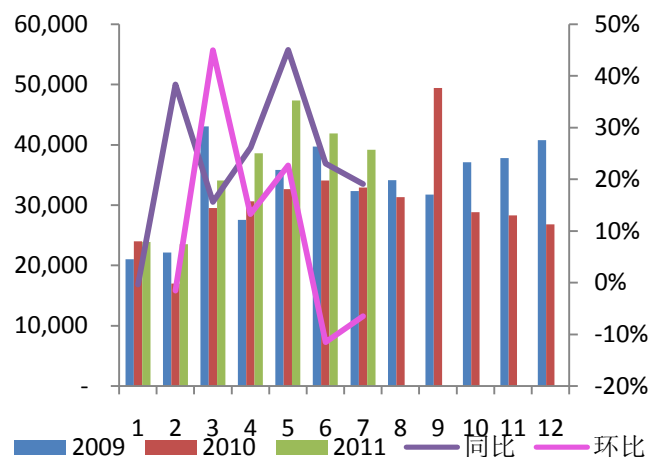


图 22: 混凝土机械销量增长图



数据来源：工程机械商贸网 长城证券研究所

挖掘机同比数据连续 4 个月在百分之十以上的负增长，环比数据经历连续 4 个月的负增长后首次出现 2.6% 的正增长，呈现逐步回升的态势。装载机经过 4 个月的环比下降后，8 月份出现了同比、环比双升，是所有八个品种中唯一双升的产品，后期有望保持回升势头。推土机、汽车起重机同比、环比双双连续 4 个月的下跌。履带起重机、叉车和混凝土机械同比正增长，环比小幅下滑。

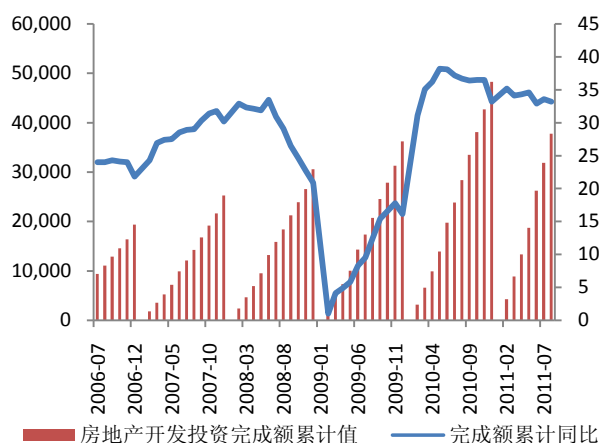
3.1.2 四季度影响因素分析

四季度工程机械行业投资机会，我们可以从以下几个角度来分析：

一、房地产投资增速趋缓

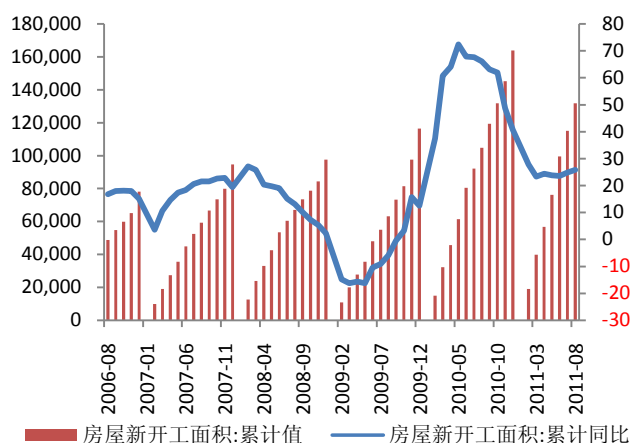
在国家陆续出台多项房地产调控措施后，房屋成交量持续走低，房价现阶段也已开始松动，调控政策逐步见效。购房首付比例的提高、优惠利率的取消以及限购范围还有继续扩大的计划，都对未来新增房屋投资带来负面预期，不利于工程机械销量的快速增长。

图 23: 房地产开发投资完成额及增速



数据来源: WIND 资讯 长城证券研究所

图 24: 房屋新开工面积累计量及增速



数据来源: WIND 资讯 长城证券研究所

房地产投资增量主要来自于今年开工建设的 1000 万套保障房。根据已公开数据统计, 保障房建设在四季度的新开工进度应低于三季度。根据住建部发布的数据我们整理出了今年个月开工进度情况如下:

表 2: 保障房新开工进度 (万套)

月份	1-5 月	6 月	7 月	8 月	9 月后
开工量	340	160	221.8	146.2	132
累计进度	34%	50%	72.2%	86.8%	100%

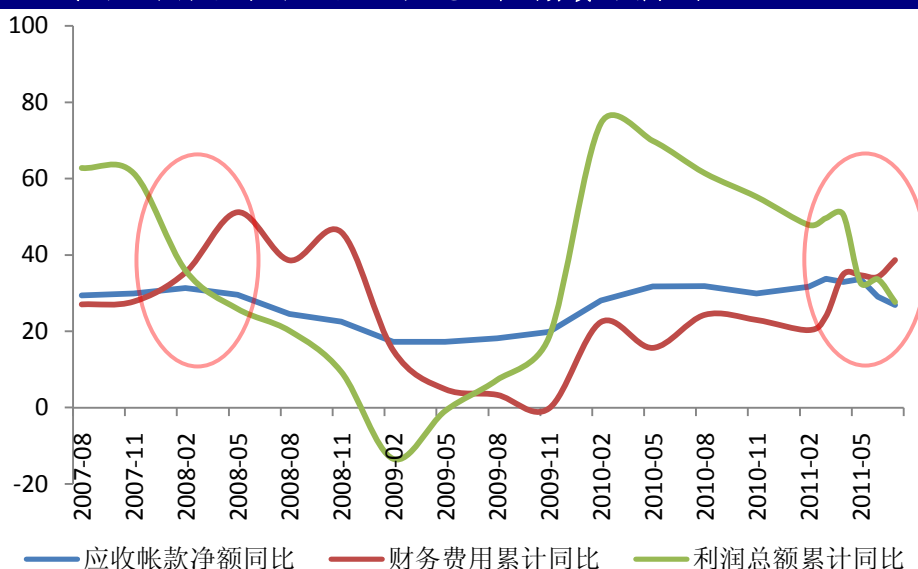
二、水利设施建设投资拉动可期

国家计划在未来十年间每年平均投入 4000 亿元用于水利设施建设, 并规定从各地土地出让收益中提取 10% 的比例作为专项基金来发展水利。按照 2010 年土地出让收入 2.94 万亿元, 预计出让收益在 1.2-1.5 万亿元左右, 这部分每年能够用来投资水利的财政资金在 1200-1500 亿元。在国家专项资金的支持下, 我们相对看好四季度水利建设的增长, 挖掘机、推土机和装载机等工程机械将会有所受益。

三、紧缩货币政策的影响持续

在国家连续调高基准利率, 提高存款准备金率以及近期开始的补交存款准备金等紧缩调控措施出台后, 机械行业及其下游客户均面临更大的流动资金压力, 在政策没有出项松动前, 行业发展增速也将受到明显制约。

图 25: 专用设备制造业应收账款、利润总额和财务费用增长图



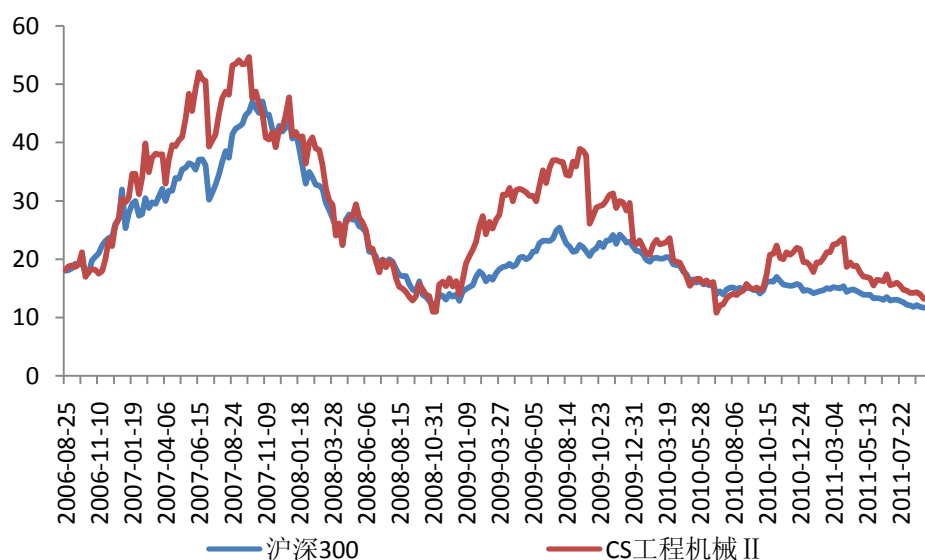
数据来源: wind 资讯 长城证券研究所

专用设备制造业在 10 年 2 月, 利润总额增速达到今年高点后开始一路走低, 今年 3、4 月份增速经历小反弹后加速下滑。应收账款净额同比增速一直比较稳定, 今年 3 月份开始调头向下, 但企业财务费用同比增速却保持向上增长趋势。减少应收款增长可以理解为一定程度上的削减了企业推货力度, 不断增长的财务费用再倒逼企业缩减开支和投资, 都将对行业增速带来负面压力。

四、行业估值处于相对低位

沪深 300 整体法测得的滚动市盈率已低于 2008 年 10 月时的最低点, 近期仍在不断创出新低。工程机械截止 9 月 19 日的市盈率 12.91, 略高于 2008 年 10 月最低时的 10.98 和 2010 年 10 月时的 10.82。

图 26: 工程机械与沪深 300 估值比较



数据来源: wind 资讯 长城证券研究所



3.1.3 四季度投资策略

综合上述四个方面的因素看：投资端的拉动没有明显改善的趋势；货币紧缩政策对行业盈利空间的制约作用依然明显；产品销量方面尽管环比已有改善回升的趋势，但由于去年 4 季度较高的基数原因，同比数据将难有大的亮点；行业估值接近近年低点，具有一定的安全边际。在沪深 300 已创近年新低，整体估值下移的过程中，我们认为工程机械行业估值处于低位并不能作为超配行业的理由，我们维持中期策略观点，给予行业中性评级。

我们继续看好受益水利设施和保障房建设的混凝土机械、挖掘机等土方机械，在环比销量数据持续改善时，可以选取创新能力强，产品服务体系完善的龙头公司三一重工、中联重科。

3.2 海工船舶板块

3.2.1 我国海工发展迎来历史机遇

近日，国家发改委、科技部、工信部和能源局联合组织编制的《海洋工程装备产业创新发展战略（2011-2020）》正式发布了。作为国家战略新兴产业规划的细化补充，海洋工程装备产业发展战略正式提升到了国家战略层面。

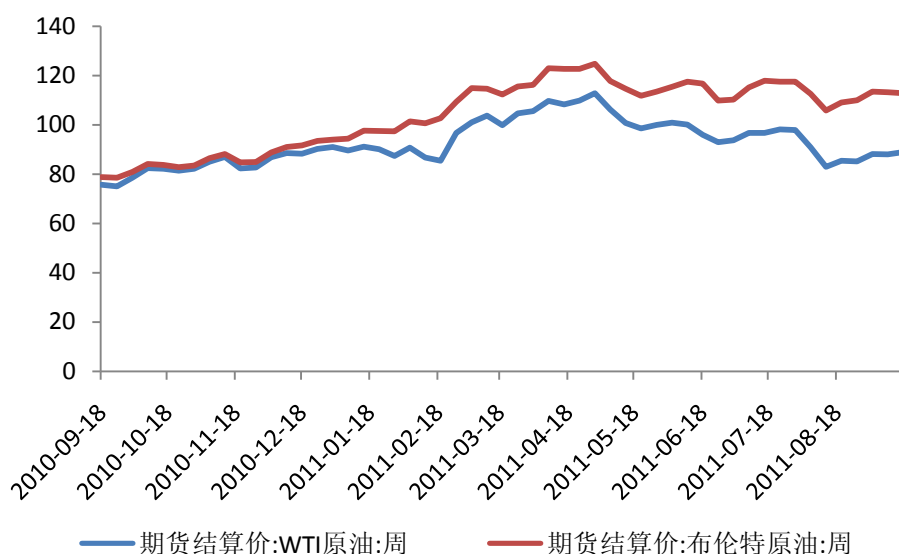
十年发展目标：到 2015 年，基本形成海洋工程装备产业的设计制造体系，初步掌握自主设计、总包建造技术和部分新型、关键配套的核心技术，基本满足国家海洋资源开发的战略需要。2020 年，形成完整的科研开发、总装制造、设备供应、技术服务产业体系，具备新型海洋工程装备的自主设计建造和创新能力，跻身世界前列。

五大战略重点：规划列出了未来我国将在 5 个重点产业方向上进行突破，其中包括主力海洋工程装备（包括物探船、工程勘察船、自升式钻井平台、自升式修井作业平台等）、新型海洋工程装备、前瞻性海洋工程装备、关键配套设备和系统、关键共性技术等。

两大政策支持：针对海工行业自身具有的高投入、高技术、高风险的特征，战略规划提出的政策支持，主要体现在研发技术投入支持和融资支持两大方面。通过税收优惠、技术引进等将加大对重点企业和科研单位的技术研发支持，拓宽抵押担保、融资租赁的范围，支持有实力的企业上市融资、发行债券等，缓解企业发展的资金压力。

前期受康菲渤海漏油事件影响，我国海上能源开采进度减缓，我们认为在漏油事件还未得到最终妥善解决的背景下，国家发布了海工中长期规划再次明确传递我国将在此领域大力发展的决心，未来海工板块将持续获得国家政策支持。

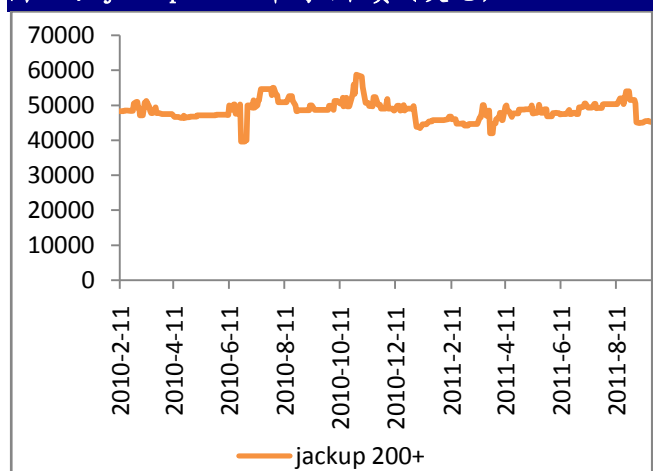
图 27：一年来国际原油价格走势



数据来源：wind 资讯 长城证券研究所

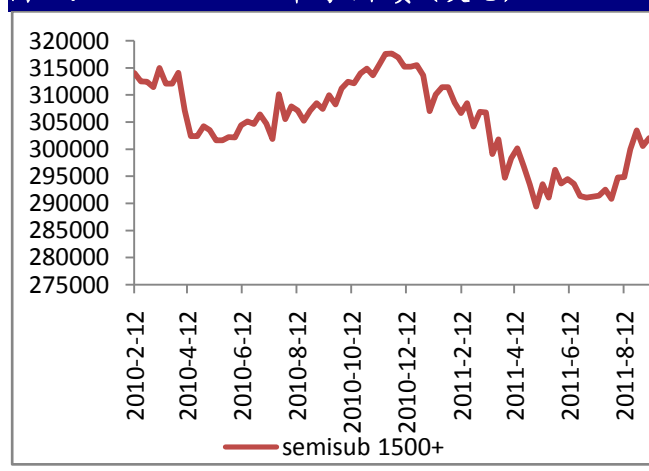
海上石油开采活跃度与国际油价的高低有着很强的正向联系。当原油价格在 60 美元每桶以上时，海上石油开采才具备影响力。今年石油价格一直维持高位震荡，海工设备的投入数量和日租费用情况也跟随上下波动。

图 28：jackup 200+ 平均日租费（美元）



数据来源：bloomberg 长城证券研究所

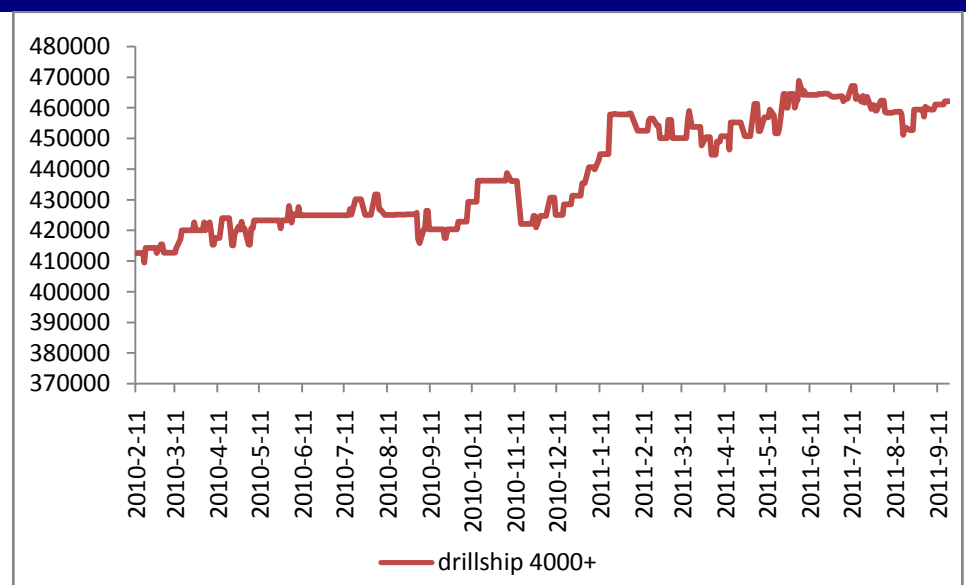
图 29：semisub 1500+ 平均日租费（美元）



数据来源：bloomberg 长城证券研究所

自升式平台的费用率基本稳定，近一个月有比较明显的下降，但 1500 英尺及 4000 英尺以上的半潜式和钻井船的费用率却相对稳定，半潜式还有一个明显的上升。浅海区域的开采潜力正逐步减少，未来待开采油田中更多的是以中、深海域为主，中、深海域开采对设备的技术要求更高，所需投入的资金更大，未来行业发展要求企业具有更高的技术水平、更雄厚的资金实力，我国此时提出的战略规划正好助力行业起飞。

图 30: drillship 4000+ 平均日租费 (美元)



数据来源: bloomberg 长城证券研究所

板块投资建议: 我们看好海工板块在国家政策的大力支持下, 将获得税收方面的优惠, 融资信贷方面的支持, 作为国家战略新兴产业扶持对象, 未来 5 年将保持年均 20% 以上的增长速度。给予板块推荐评级。

重点关注具有技术优势和生产经验的相关公司, 包括中集集团、海油工程以及提供相关配套作业服务的中海油服、江钻股份。

3.2.2 船舶行业仍处于周期底部

我国为抵御金融危机影响, 实施了船舶工业振兴规划, 在严峻的国际市场环境 中实现了历史性的突破, 我国 2010 年造船完工量大幅超越日本、韩国, 位居世 界第一, 今年 1-8 月完工量继续保持世界领先。在 1-8 年累计新接订单统计中, 我国船企要低于韩国近 8 个百分点, 韩国在高技术型船舶设计、建造方面仍然具 有一定优势, 是我国船企未来突破的方向。

图 31: 造船完工量对比

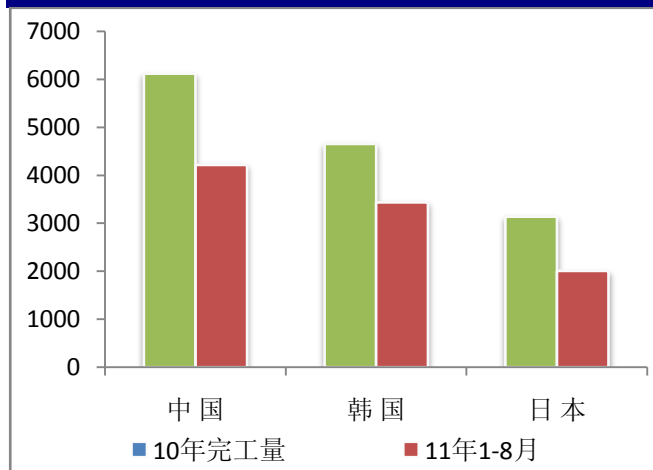
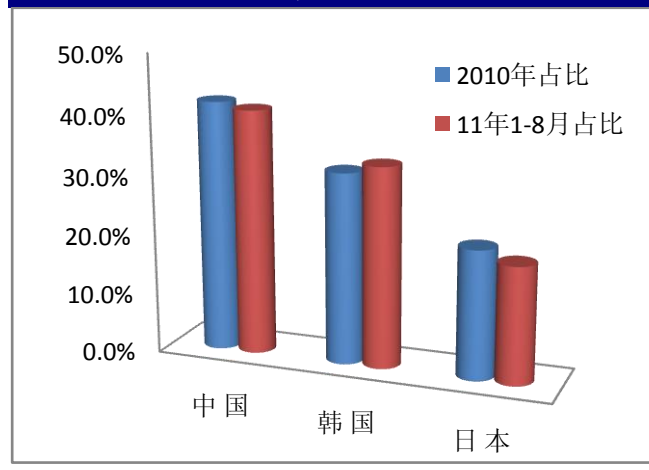
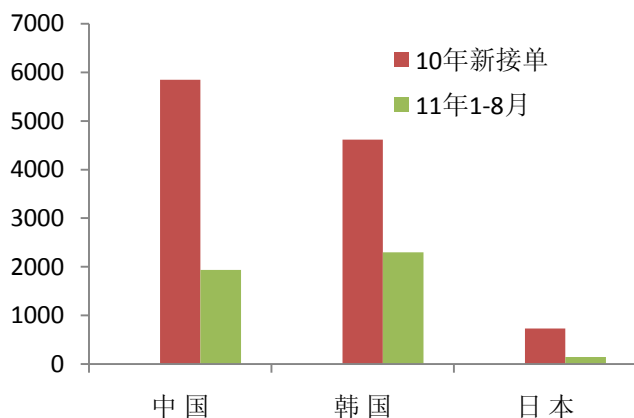


图 32: 造船完工量占世界总量的比例



数据来源：船舶工业协会 长城证券研究所

图 33: 造船新接订单对比



数据来源：船舶工业协会 长城证券研究所

图 34: 造船新接订单量占世界总量的比例

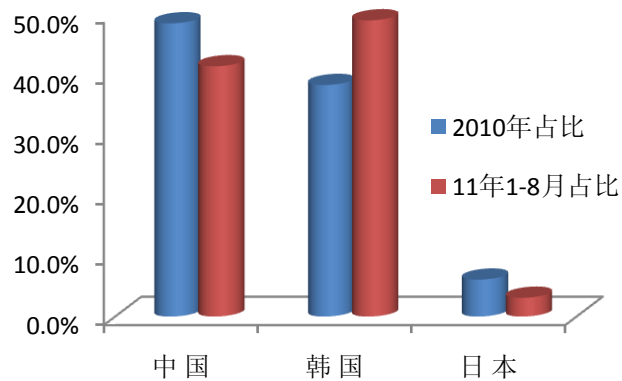
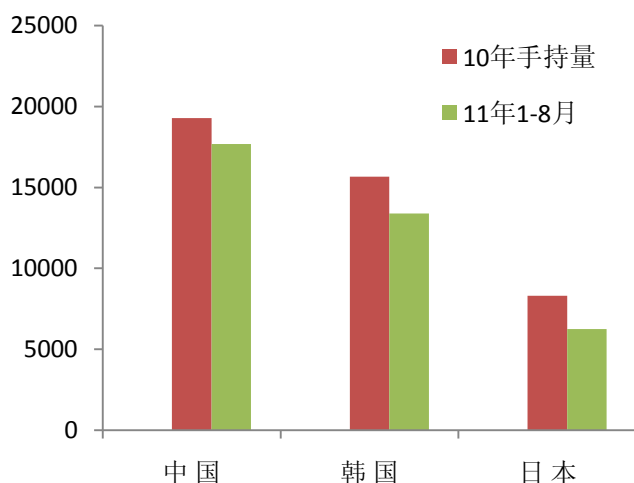
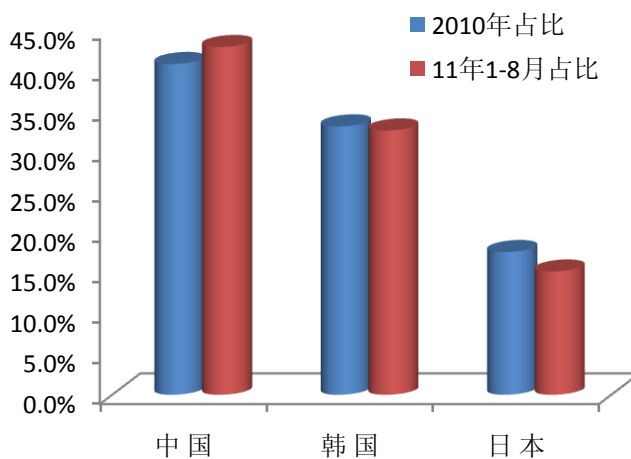


图 35: 各国手持订单量对比



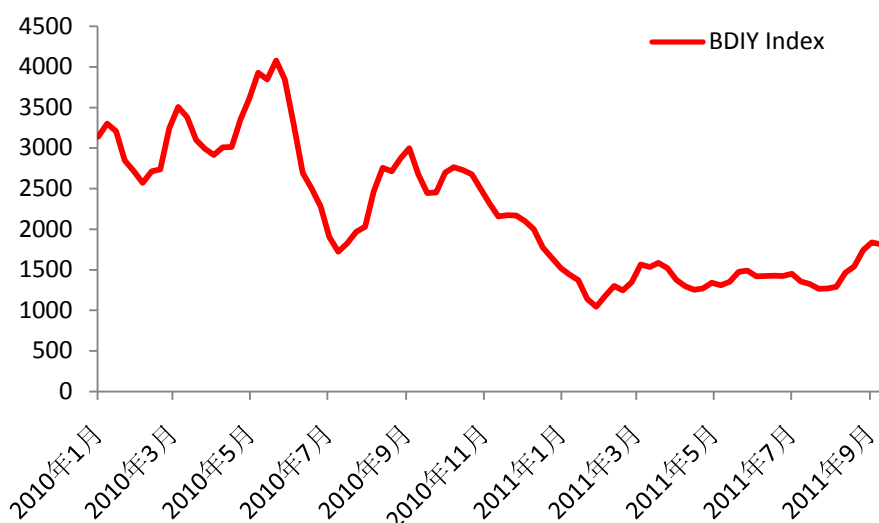
数据来源：船舶工业协会 长城证券研究所

图 36: 手持订单量占世界总量的比例



受全球经济贸易下滑影响，今年中、日、韩三国的新接订单量与去年同期相比都有所下降，完工量方面进度并没有显著下降，导致手持订单量下滑。目前我国船企手持订单量占世界总量的 42.9%，高于韩国 10 个百分点，仍位于世界第一位的位置。

图 37: BDI 指数处于低位运行

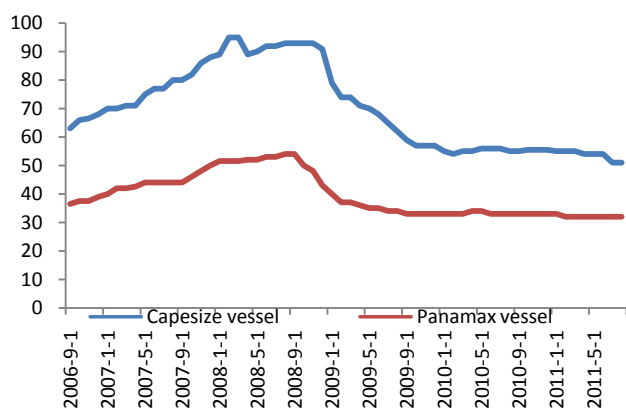


数据来源: bloomberg 长城证券研究所

反映全球贸易活动活跃度的 BDI 指数, 今年一直处于低位运行, 8 月份开始有一定反弹, 但考虑到欧洲债务危机蔓延, 美国失业率居高不下的局面, 指数整体向上趋势基础并不牢固, 我们认为未来一段时间仍将保持在低位震荡的走势。与之紧密相关的新船订单价格也是不容乐观。

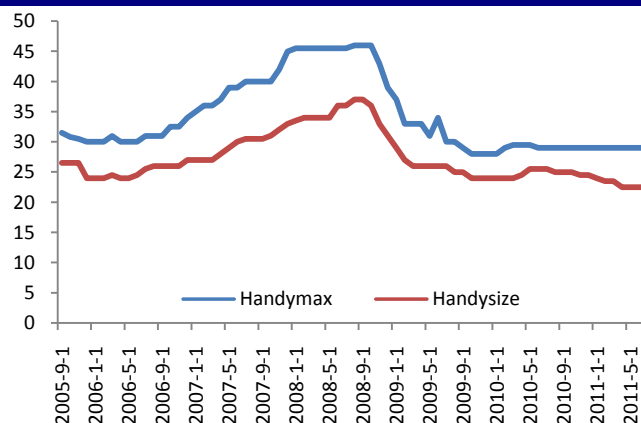
几种主要船型的新造船价格走势如下:

图 38: 新船价格走势一



数据来源: bloomberg 长城证券研究所

图 39: 新船价格走势二



板块投资建议: 一方面手持订单量呈现下降趋势, 另一方面新船价格还持续在低位区间, 全球经济一时没有明显好转的情况下, 船企的盈利空间和未来增长预期都是不容乐观的, 我们对传统造船企业的盈利增长情况继续保持谨慎, 给予板块中性评级。

重点关注航母军工相关船企中国重工和游艇制造企业太阳鸟。

3.3 机床制造板块

高端数控机床和基础装备制造是其他制造业的基础，其性能、质量是一国工业化水平和综合国力的体现。我国机床产量和产值已位居世界第一，国产机床数控化率由“十五”末 35.5% 提高到“十一五”末的 51.9%，这一比例在仍将继续提高。

我国计划到 2020 年，航空航天、船舶、汽车、发电设备制造所需要的高档数控机床与基础制造装备约 80% 立足国内。高档数控机床与基础制造装备总体技术水平进入国际先进行列，部分产品国际领先。数控机床是未来发展的重点方向。

图 40：金属加工机床进口金额及同比变化

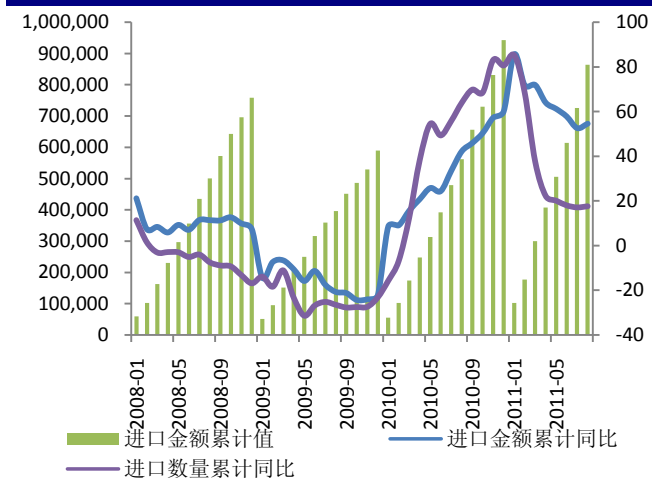


图 41：数控机床进口金额及同比增长

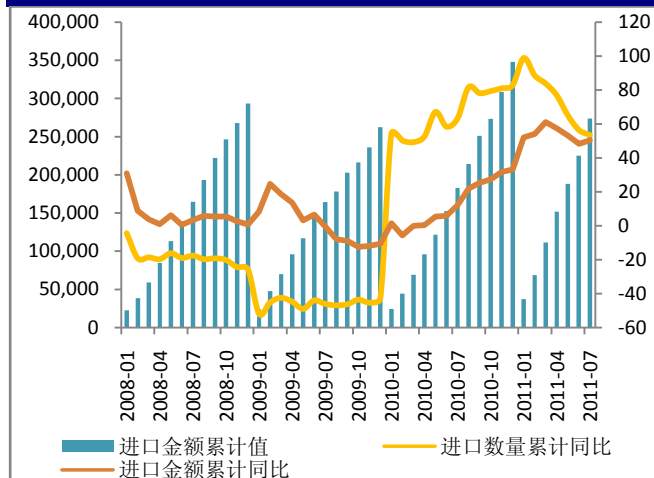
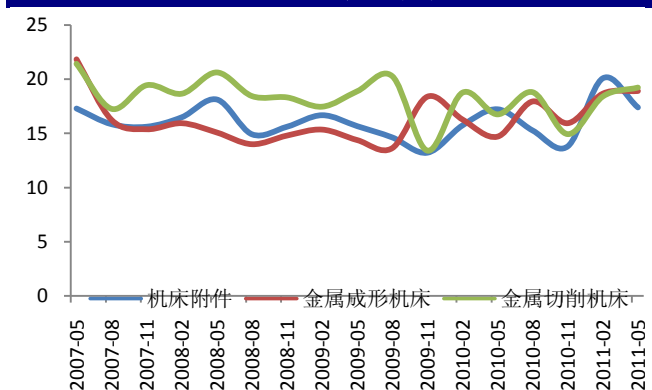
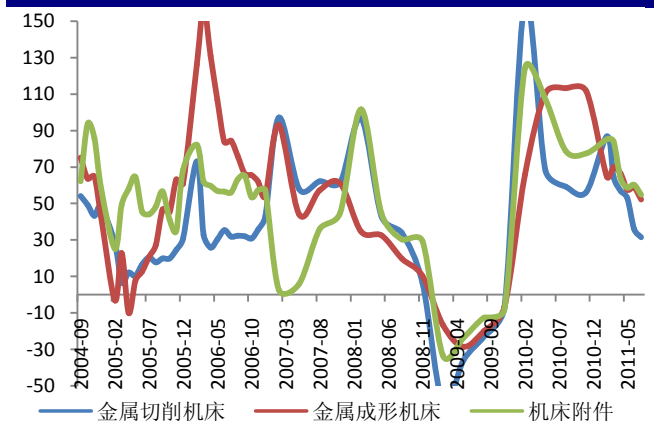


图 42：传统机床制造业毛利率今年有所改善



数据来源：WIND 资讯 长城证券研究所

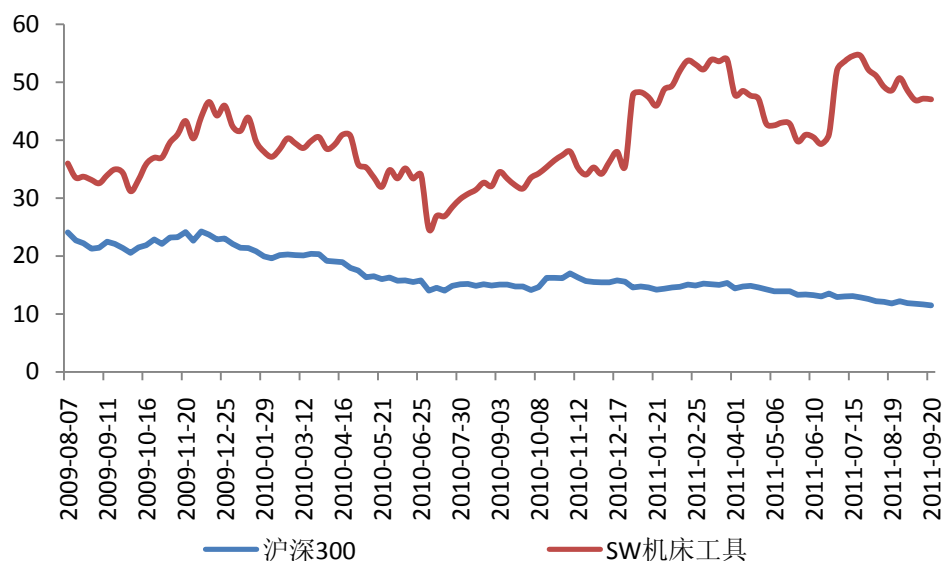
图 43：机床利润总额总体保持增长趋势



数据来源：WIND 资讯 长城证券研究所

我国金属切削机床、金属成形机床以及机床附件制造业的毛利率水平近五年一直是呈逐年下降的趋势，1-7 月今年成形机床、切削机床毛利率有所改善，机床附件毛利率下滑明显。传统低端产品的盈利能力空间受到挤压，利润总额同比增速今年以来下滑比较严重，但是高毛利的高端数控机床产品我们每年都有大量需要依赖进口，国内企业通过提升自有产品技术含量，进口替代的空间依然广阔。

图 44: 申万机床工具 TTM, 整体法估值



数据来源: wind 资讯 长城证券研究所

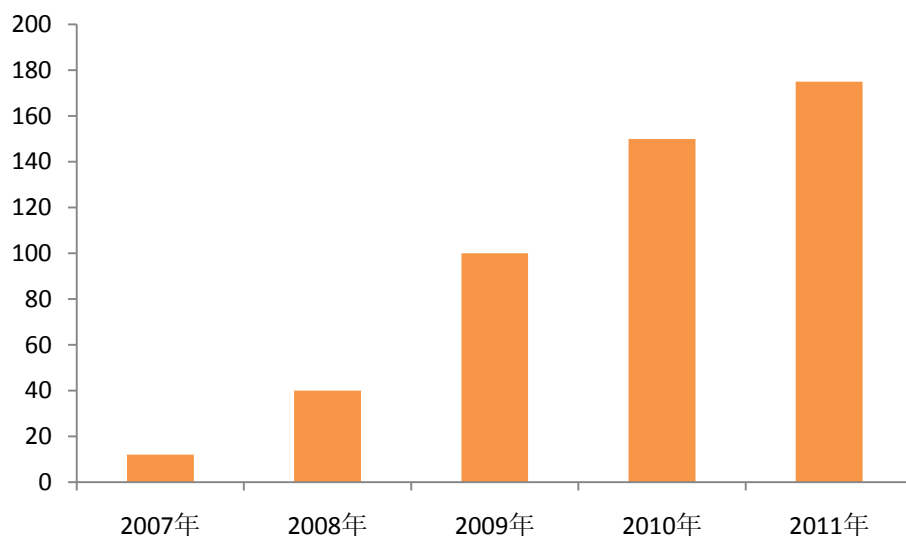
行业估值截止 9 月 20 日为 47 倍, 沪深 300 受银行、地产拖累已下降至 11.46 倍, 行业估值溢价处于近两年新高阶段, 有一定继续回调的风险。

我们看好机床行业的数控化发展趋势, 可重点关注行业龙头公司沈阳机床, 公司在改善内部管理的基础上, 加大技术改造有望实现业绩的提升。

3.4 农业机械板块

近日由农业部发布了《全国农业机械化发展“十二五”规划》, 规划明确提出了未来五年农机行业的发展目标, 到 2015 年农机行业总动力达到 10 亿千瓦, 农机化率提升到 60%, 并首次将“以旧换新”纳入农机规划。

图 45: 近年国家农机购置补贴资金增长迅速 (亿元)

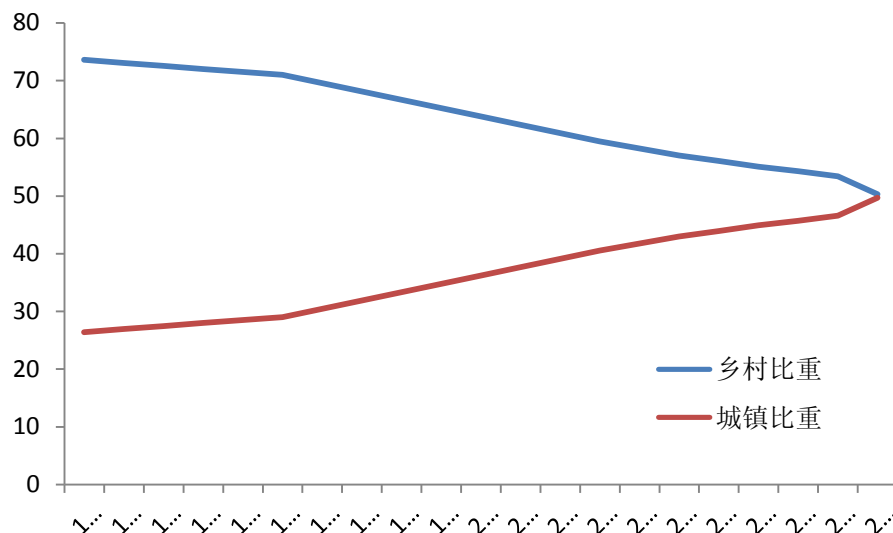


数据来源: 长城证券研究所整理

随着我国城镇化进程的推进, 农村人口总量不断下降, 截止 2010 年农村人口

占比为 50.32%，略高于城镇人口的比重。同时还存在大量农村劳动力进城务工，全国粮食生产总量逐年提升和农业机械的大力推广应用是分不开的，未来机械化率仍有很大提升空间。

图 46：农村人口占比逐年下降



数据来源：长城证券研究所整理

我国玉米种植面积近年来不断提高，已超过稻谷种植面积位居第一位。2010 年我国玉米机收率在 25%左右，其中 90%是即将淘汰的背负式收割机。小麦、水稻的机收率都超过了 90%，自走式玉米收获机的增长空间十分广阔。我们看好玉米收割机未来的增长，推荐新研股份。

图 47：玉米种植面积不断扩大

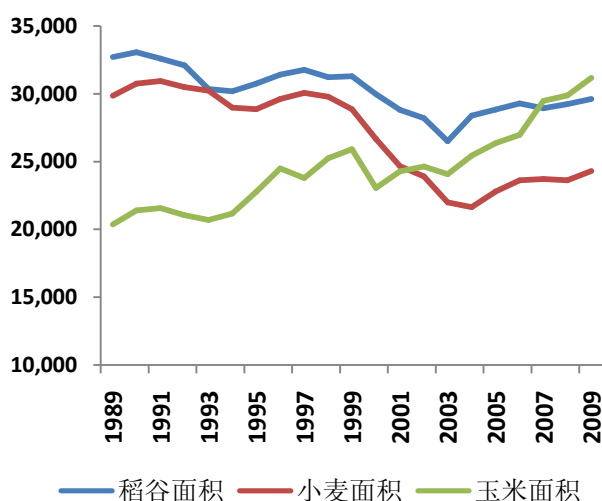
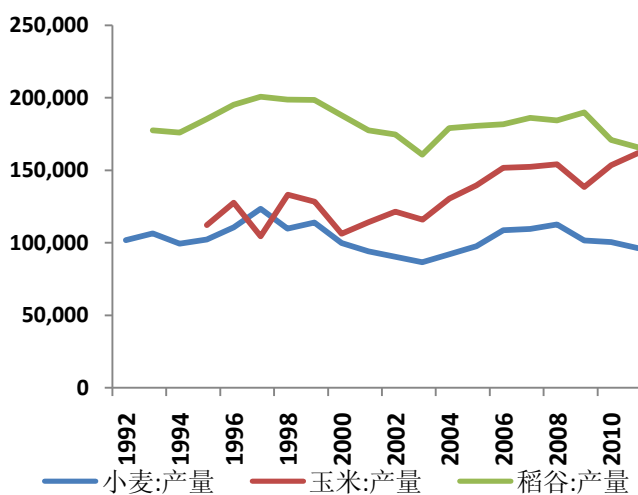


图 48：玉米产量逐年提升



数据来源：Wind，长城证券研究所



4、投资建议及重点公司评级

我们给予行业中性评级。对各细分行业评级如下：

工程机械板块中性评级。投资端的拉动没有明显改善的趋势；货币紧缩政策对行业盈利空间的制约作用依然明显；产品销量方面尽管环比已有改善回升的趋势，但由于去年 4 季度较高的基数原因，同比数据将难有大的亮点；行业估值接近近年低点，具有一定的安全边际。在沪深 300 已创近年新低，整体估值下移的过程中，我们认为工程机械行业估值处于低位并不能作为超配行业的理由，我们维持中期策略观点，给予行业中性评级。

海工船舶板块，给予海工板块推荐评级，给予传统船舶企业中性评级。海工板块在国家政策的大力支持下，将获得税收方面的优惠，融资信贷方面的支持，作为国家战略新兴产业扶持对象，未来 5 年将保持年均 20%以上的增长速度。新船订单价格持续低位，船企在手订单下降，在全球经济下滑的预期下，传统造船企业盈利预期不佳。

机床制造板块给予中性评级。行业受益国家高端装备制造业战略的发展，现阶段数控化率仍需提高，高端机床依赖进口局面未改，行业相对估值处于高位。

农机板块给予推荐评级。农业机械化率提升和国家农机购置补贴将助力行业快速发展，推荐新研股份。

表 3：重点公司盈利预测和评级

股票代码	股票名称	2011EPS	2012EPS	2011PE	2012PE	投资评级
600031	三一重工	1.24	1.6	12.2	9.4	强烈推荐
000157	中联重科	0.96	1.29	10.4	7.8	强烈推荐
000039	中集集团	1.60	1.86	9.8	8.5	强烈推荐
600320	海油工程	0.07	0.14	79.3	39.3	强烈推荐
300123	太阳鸟	0.59	0.78	31.5	23.8	强烈推荐
300159	新研股份	0.95	1.45	34.6	22.6	强烈推荐

5、风险提示

- 1、国家紧缩政策超出预期
- 2、石油价格大幅下跌影响海工产品新增投资

研究员介绍:

严福崑: 2007 年加入长城证券, 现任机械行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

- 强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
- 推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
- 中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
- 回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

- 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
- 中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
- 回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>