

机械行业 2011 年 10 月份月报

行业景气高位回落，把握结构性机会

工业/机械行业

优于大势

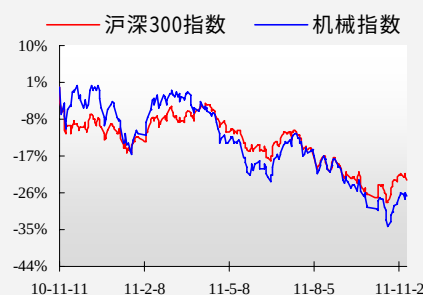
维持评级

发布时间：2011 年 11 月 11 日

投资要点：

- **宏观处于紧缩周期，政策放松曙光初现。**2011 年前 10 个月宏观政策偏紧，机械行业除了机床同步大市外，其他子行业均弱于大市。全国规模以上工业增加值增长 14%，机械工业产值增长 26%，保持低位运行，经济增速放缓确立。但是反映中小企业的汇丰 PMI 指数大幅反弹，表现出对信贷政策定向宽松的乐观预期，我们认为，这是下一轮政策放松的开始。
- **工程机械行业景气度高位回落。**行业增速在一季度见顶回落，三季度销量增速已低位企稳。在宏观经济政策短期难以显著放松的背景下，预计明年春节前行业仍面临较大经营压力。行业出现分化，三一重工、中联重科、徐工机械等龙头公司的业绩增速显著优于行业平均增速。
- **煤炭机械行业保持平稳增长态势。**前三季度，主要上市公司的营业收入与净利润增速 10% 以上。煤炭行业整合、煤炭机械化率提升等因素驱动煤炭机械行业的发展，预计煤炭机械行业“十二五”期间的年均增速为 20% 左右。维持推荐：林州重机、郑煤机。
- **机床行业关注中高端数控机床产品。**前三季度，数控机床产量增速继续保持高于机床行业整体增速；在产品结构中，加工中心等通用机床的需求继续保持较高增速，而重型机床的需求增速进一步下滑。预计机床四季度增速有所回落，但看好数控机床的长期发展前景，维持推荐：日发数码。
- **造船、冶金设备等行业仍处于景气低谷期。**1-9 月，国内造船行业的手持船舶订单量持续下滑。欧美经济下滑，将延缓造船等行业的复苏进度。受钢铁行业的投资减速影响，冶金设备行业仍处于需求低谷期。
- **行业投资策略：**行业短期较难出现系统性机会，关注具有估值与成长性优势的个股。从行业角度，煤炭机械等子行业仍维持较高景气度；关注郑煤机、林州重机、机器人、日发数码、林州重机等成长性较确定的公司。

走势图



子行业	评级
煤炭机械	优于大市
工程机械	同步大市
机床行业	同步大市

重要公司	评级
三一重工	推荐
郑煤机	推荐
林州重机	推荐
日发数码	推荐
机器人	推荐
杭氧股份	推荐

分析师：黄海培 联系人：黎焜
执业证书编号：S0550511080004
TEL：(8621)6337 7000-271
FAX：(8621)6337 3209
Email：lik@nesc.cn
地址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮编：200002

内容目录

1-11 月回顾：子行业出现分化，政策放松曙光初现 4

行业景气下滑，机床行业独善其身	4
经济仍处下降周期，政策放松已可见微知著	5
原材料成本压力逐步缓解，年末钢材等价格有望继续下行	6
企业资金压力增大，多个板块有再融资需求	7

工程机械行业景气度短期呈高位回落态势 9

行业产销增速三季度低位企稳	9
行业短期仍面临经营压力，“十二五”期间预计将从高速成长期转向平稳增长期	10
行业三季报业绩分化明显：龙头公司长期成长性仍看好	11

煤炭机械行业“十二五”期间将保持平稳增长 12

能源需求增加推动煤炭行业投资稳定增长	12
煤机行业“十二五”期间年均增速预计为 20% 左右	13
煤炭行业整合加速，有利于增加对煤炭机械的需求	14
煤炭机械化率持续提升	15
林州重机：煤机产品成套化打开未来成长空间	15
郑煤机：全年业绩将超额完成，上调盈利预测	15

机床行业的“阿基里斯和乌龟” 16

中国需求拉动海外订单，轻言“进口替代”为时过早	16
中国机床短期很难超越国外对手	16
日发数码：受益行业快速发展	17

冶金设备、造船等重工业景气周期下行 18

造船行业仍在周期性底部运行	18
冶金设备行业需求处于下滑阶段	19

行业投资策略：关注具有估值与成长性优势的个股 19

图目录

图 1：2011 年 1-11 月机械子行业相对沪深 300 超额收益	4
图 2：2011 年 1-11 月板块市盈率区间图	4
图 3：板块 PE、PB 估值水平	4
图 4：GDP、CPI、三年期贷款利率	5
图 5：中国 PMI、新订单、新出口订单指数下跌	5
图 6：汇丰 PMI、新订单指数上涨	5
图 7：四季度钢材综合价格指数开始跳水	6
图 8：2011 年 1 月以来机械行业股价涨幅前 10 位的公司	6

图 9：2011 年 10 月中旬启动的反弹行情以来机械行业股价跌幅前 20 位的公司	7
图 10：受原材料影响程度不同，子板块毛利率出现分化	7
图 11：管理体制决定管理费率，净利润差距显著	7
图 12：工程机械依然是最赚钱的子板块	8
图 13：机械板块处于“去库存”周期尾声	8
图 14：应收账款周转率下降，企业资金压力加大	8
图 15：经营性现金流增速大幅下降	8
图 16：多个板块资产负债率较高，有再融资需求	8
图 17：2010-2011 年挖掘机当月产量与 2011 年增速	9
图 18：2010-2011 年装载机当月产量与 2011 年增速	9
图 19：2010-2011 年起重机当月产量与 2011 年增速	10
图 20：2010-2011 年混凝土机械当月产量与 2011 年增速	10
图 21：2010-2011 年推土机当月产量与 2011 年增速	10
图 22：2010-2011 年叉车当月产量与 2011 年增速	10
图 23：房地产新开工面积与商品房销售面积的累积同比增速	11
图 24：铁路基本建设投资额及增速	11
图 25：工程机械行业主要上市公司 2011 年三季报净利润同比增速	11
图 26：煤矿机械需求逻辑图	12
图 27：1999 年-2011 年澳大利亚 BJ 煤炭现货价格指数	12
图 28：2006-2011 年煤炭开采和洗选业固定资产投资及增速	13
图 29：2009 年主要国家与地区煤炭产量占比	13
图 30：2009 年-2015 年国内煤炭机械行业年需求预测	13
图 31：煤炭机械主要产品的产值占比	13
图 32：2008 年煤机行业的需求构成	14
图 33：煤炭行业政策指引	15
图 34：中国需求拉动海外机床订单	16
图 35：进口机床增速超越国内机床增速	16
图 36：中国进口机床进口额增速高于进口数量增速	17
图 37：海外机床大国在中国申请机床数量逐年递增	17
图 38：数控机床和普通机床产量增速	17
图 38：造船完工量和新接订单缺口拉大	18
图 39：冶金设备行业的累积产量同比增速	19

表目录

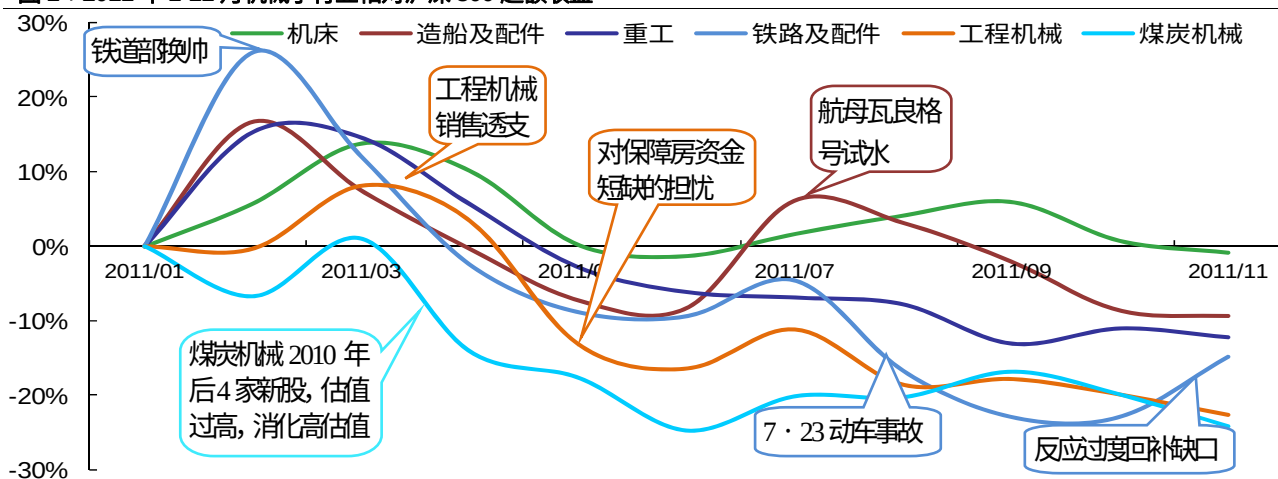
表 1：工程机械行业主要上市公司与融资计划	12
表 2：全国主要煤炭产区的行业整合规划	14
表 3：2011 年 1-8 月全球与主要地区造船行业主要指标	18
表 4：重点公司盈利预测及估值	20

1-11 月回顾：子行业出现分化，政策放松曙光初现

行业景气下滑，机床行业独善其身

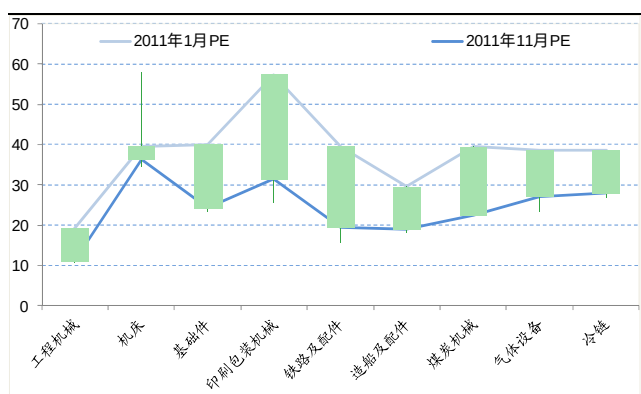
1-11 月，机械板块收益率总体落后大势。机床是唯一同步大势的板块，也是目前估值最高的板块，市场对机床盈利能力回升预期强烈。造船板块年中受个股重组预期、瓦良格号航母试水等事件影响，曾有过反弹，但行业景气度依然处于底部区域。重型机械制造业受原材料价格上升影响，净利率急速下降。铁路板块年初受铁道部“换帅风波”影响，建设速度放缓。7·23 事故后板块反应过度，目前正在兑现我们“过度反应后将有 3-5 个月回补缺口”的观点。工程机械行业一季度透支销售，随后受房地产调控等政策影响，销量增速迅速下滑，板块走势也一落千丈。煤炭机械行业下游基本面没有太大变化，主要由于 2010 年以来有四家新股上市，估值过高，今年是在消化值。

图 1：2011 年 1-11 月机械子行业相对沪深 300 超额收益



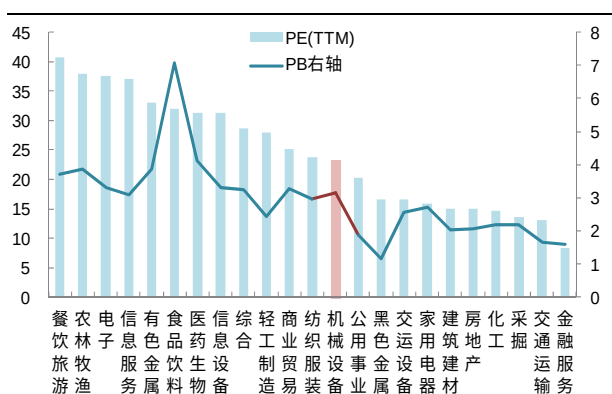
资料来源：WIND，东北证券

图 2：2011 年 1-11 月板块市盈率区间图



资料来源：WIND，东北证券

图 3：板块 PE、PB 估值水平



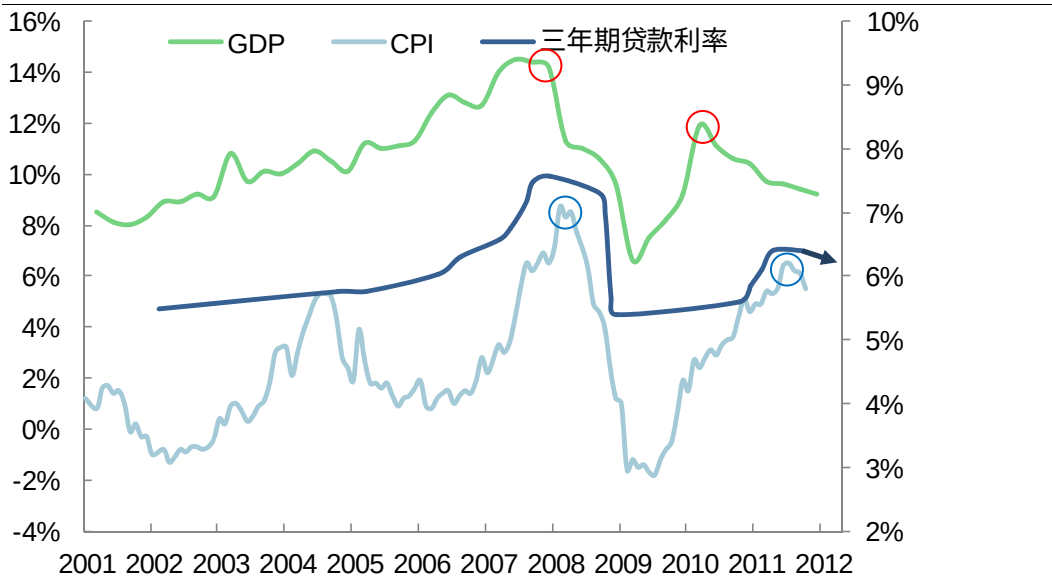
资料来源：WIND，东北证券

经济仍处下降周期，政策放松已可见微知著

2011 年 1-9 月，全国机械工业完成销售产值 11.6 万亿元，同比增长 26%，保持低位运行。1-9 月份，规模以上工业增加值同比增长 14.2%，与 1-8 月份持平，经济增速放缓确立。

以经验数据，经济指标向下拐点以“GDP-CPI-利率”的先后顺序传导。目前处于 CPI 下降阶段，政策放松预期强烈，利率下降可能在 3-6 个月后，存款准备金率下调可能更早。

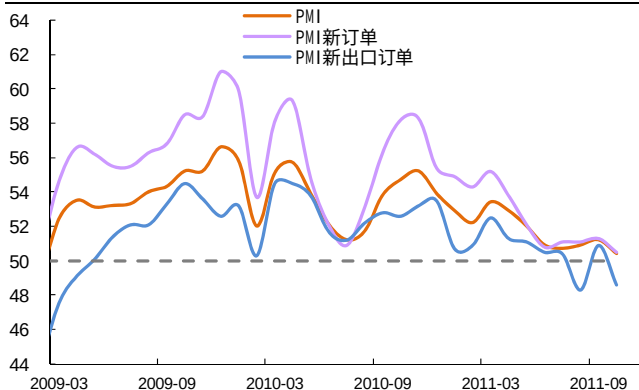
图 4：GDP、CPI、三年期贷款利率



资料来源：WIND，东北证券

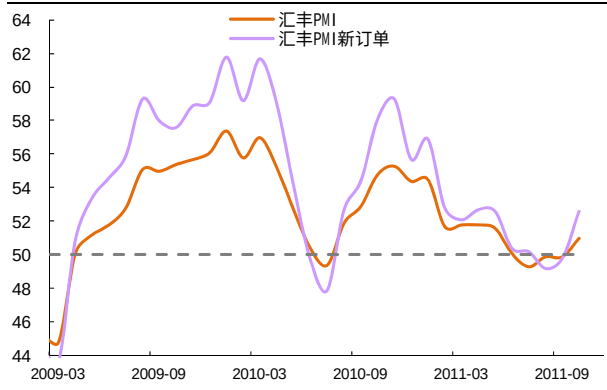
1-10 月，反映大型企业前景的中国 PMI 指数呈现逐月下降的趋势，特别是新出口订单，再次回到 50 下方，表现出对未来制造业整体的担忧。而反映中小企业的汇丰 PMI 指数出现大幅反弹，表现出对信贷政策向中小企业放松的乐观预期。我们认为，定向信贷放松是下一轮政策放松的开始。

图 5：中国 PMI、新订单、新出口订单指数下跌



资料来源：WIND，东北证券

图 6：汇丰 PMI、新订单指数上涨



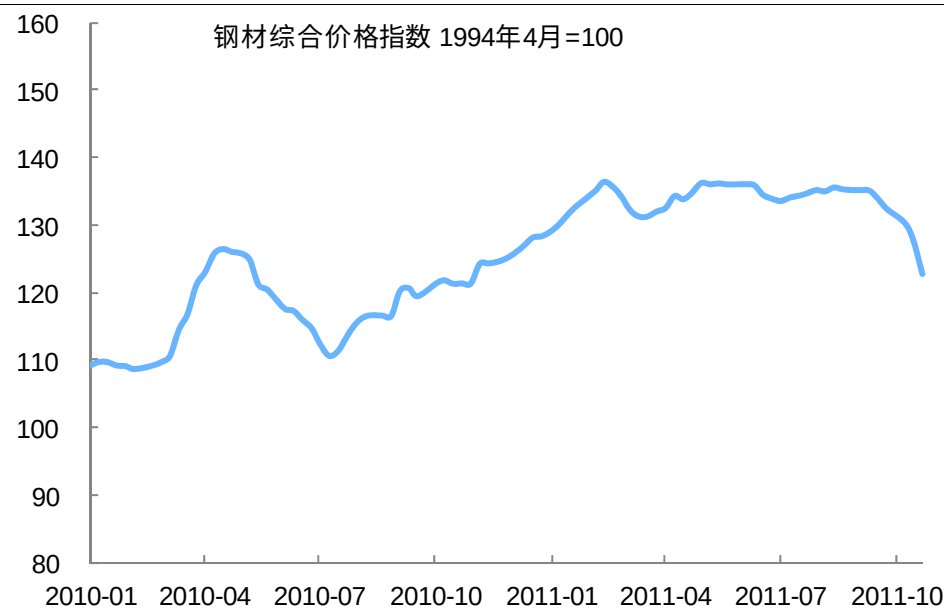
资料来源：WIND，东北证券

原材料成本压力逐步缓解，年末钢材等价格有望继续下行

前三季度，受钢材等原材料与劳动力成本上涨的影响，行业面临的成本压力较大。

四季度之后钢材价格快速回落，符合我们之前的预期，将有利于重工等原材料依赖度较大行业的成本压力缓解与盈利能力改善。随着全球经济增速放缓，我们预计，年末包括钢材在内的大宗商品价格将继续下降。

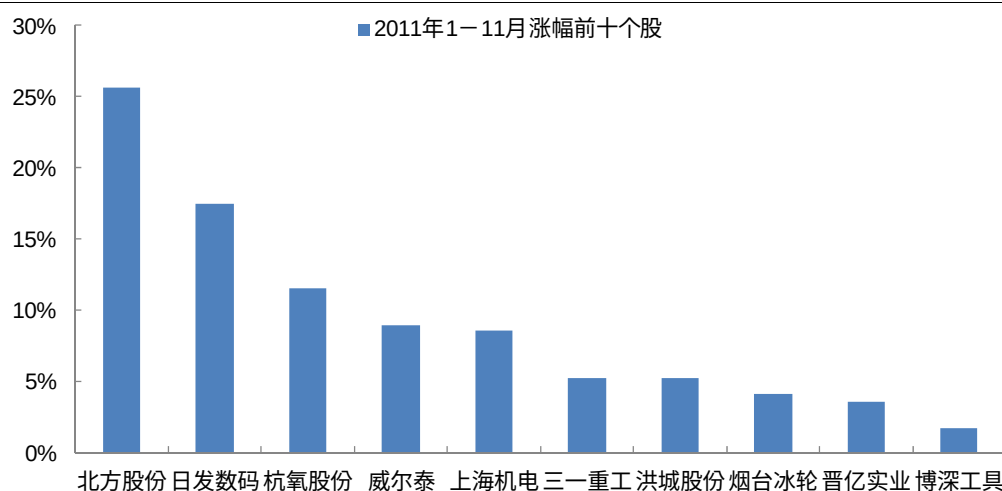
图 7：四季度钢材综合价格指数开始跳水



资料来源：WIND，东北证券

2011 年 1 月-11 月，剔除资产重组、新股，在涨幅前 10 位的主要公司中，我们给予“推荐”评级的有三一重工、日发数码、杭氧股份等。

图 8：2011 年 1 月以来机械行业股价涨幅前 10 位的公司

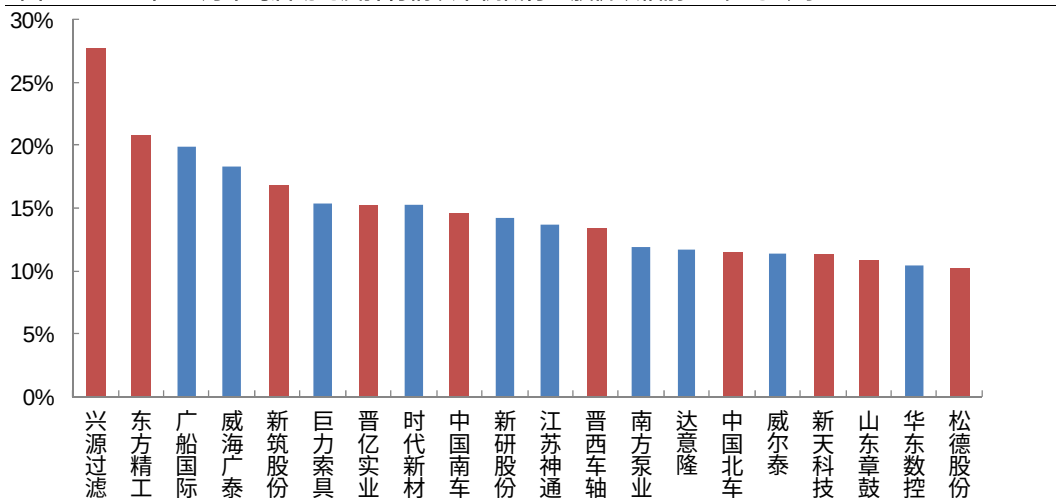


资料来源：WIND，东北证券

在 10 月中旬以来的反弹行情中，新股和铁路板块个股涨幅靠前，由于前期跌幅过深，

受到资金追捧。

图 9：2011 年 10 月中旬启动的反弹行情以来机械行业股价跌幅前 20 位的公司



资料来源：WIND，东北证券注：红色为新股和铁路板块个股

企业资金压力增大，多个板块有再融资需求

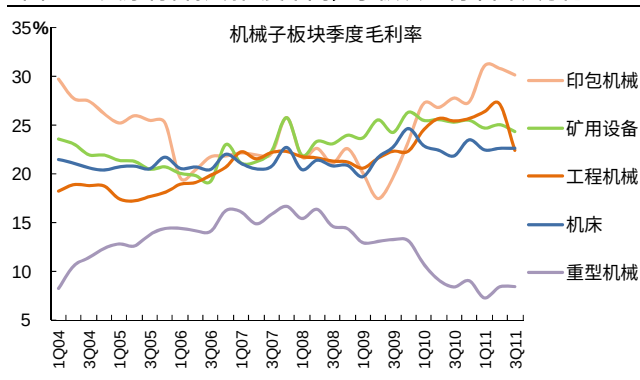
从 2009 年经济复苏以来，机械子行业毛利率出现分化。随着下游需求走强，印刷包装机械行业的细分龙头都有很高议价能力，毛利率随需求上涨。

工程机械受投资拉动明显，但是三季度随着下游高铁、保障房等投资下降，毛利率明显。但是从 ROE 来看，工程机械企业依然是机械行业中权益回报率最高的。

随着经济复苏，大宗商品也经历了一轮牛市，原材料成本占比超过 50% 的重型机械行业受到较大影响，同时产品集中在中低端，缺乏议价能力，毛利率随之下降，净利润更是出现亏损。

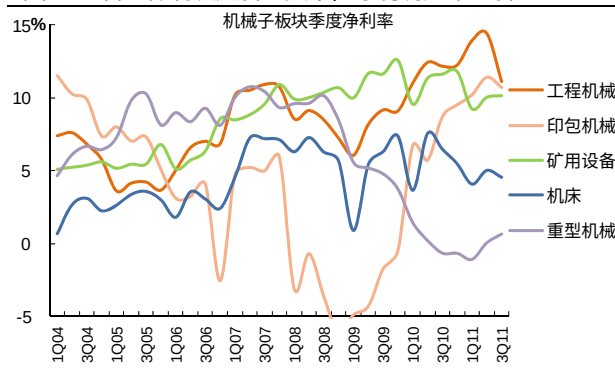
机床行业国企较多，管理饱受诟病，费用率过高，导致净利率降至 5% 以下。

图 10：受原材料影响程度不同，子板块毛利率出现分化



资料来源：WIND，东北证券

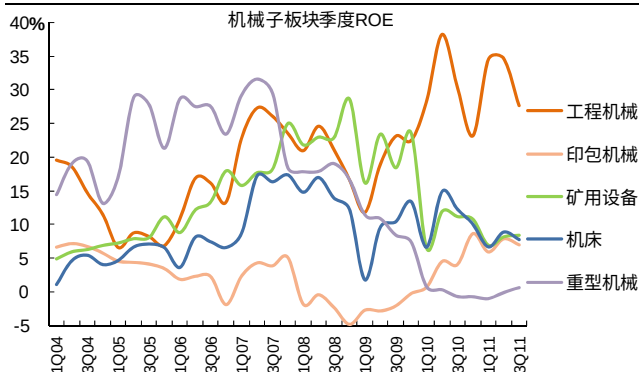
图 11：管理体制决定管理费率，净利润差距显著



资料来源：WIND，东北证券

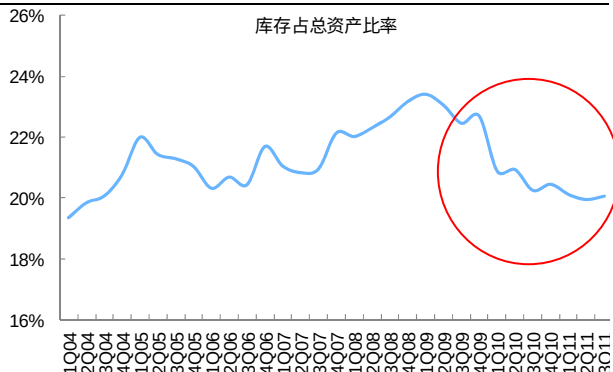
行业“库存资产比”已经接近历史低位，目前已经完成一轮 2 年周期的“去库存”过程。一旦流动性放开，企业会进入新一轮“屯库存”周期。

图 12：工程机械依然是最赚钱的子板块



资料来源：WIND，东北证券

图 13：机械板块处于“去库存”周期尾声

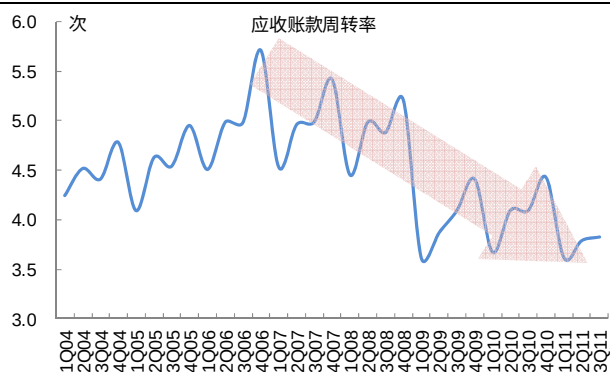


资料来源：WIND，东北证券

无论从应收账款周转率还是经营性现金流来看，机械板块都面临较大的资金压力。

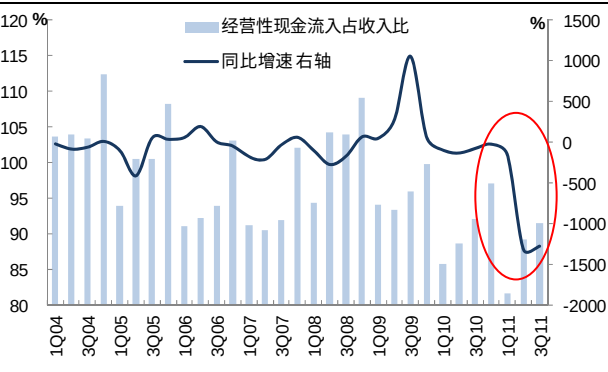
从细分板块看，重型机械、机床、工程机械资产负债率都超过 60%的高位，都有再融资需求。虽然三一重工、徐工机械的港股 IPO 延期，预示融资渠道并不通畅，但上述子板块未来一定会通过各种途径进行再融资。

图 14：应收账款周转率下降，企业资金压力加大



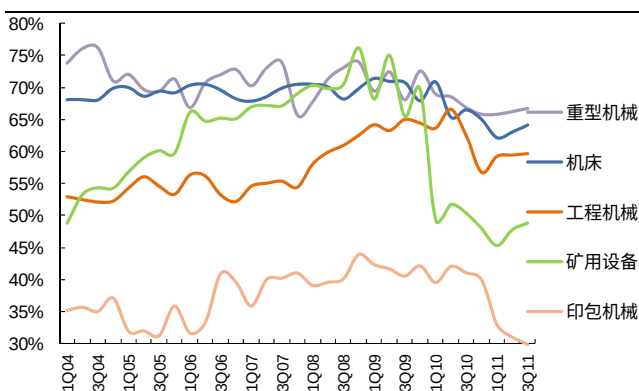
资料来源：WIND，东北证券

图 15：经营性现金流增速大幅下降



资料来源：WIND，东北证券

图 16：多个板块资产负债率较高，有再融资需求



资料来源：WIND，东北证券

工程机械行业景气度短期呈高位回落态势

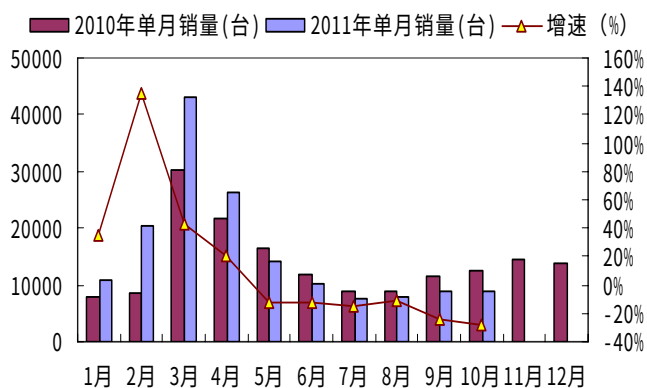
行业产销增速三季度低位企稳

工程机械行业从二季度之后，销量总体呈现逐月下滑趋势。三季度，装载机、混凝土机械、叉车等产品的销量增速保持正增长，而挖掘机、汽车起重机、推土机等土方机械的销量均为负增长；四季度行业增速预计将由于季节性原因出现环比回升，但同比增速仍在低位徘徊。

1-10 月份，工程机械主要产品的销售概况：

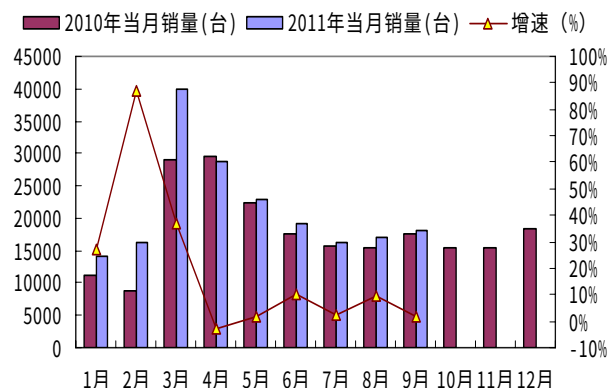
- 挖掘机：1-10 月，行业累计销售 158543 台，同比增长 14.46%，预计全年的增速为 10%以下；三一重机等国产品牌的市场份额持续提升，而外资品牌市场份额继续下降。
- 汽车起重机：1-9 月，行业累计销售 29335 台，同比增长 5.32%。徐工、三一的销量增速分别为 5.92%、95.38%，徐工以 50.83%的市场份额稳居首位，三一重工的增速最高。
- 装载机：1-9 月份，销量为 192336 台，同比增长 16.32%；其中国内销量增速为 10.80%，出口增速为 72.25%，出口的销量占比为 9.80%；行业销量同比增速从 4 月份探底后开始回升，是土方机械中唯一转为正增长的产品。
- 推土机：1-9 月份，累计销量为 11083 台，同比增长 0.80%；山推股份以 63.90%的市场份额保持行业龙头地位。
- 混凝土机械：1-7 月，累计产量增速为 31.13%；与土石方机械相比，行业增速相对较高，但未来仍需关注房地产等投资增速回落的影响。

图 17：2010-2011 年挖掘机当月产量与 2011 年增速



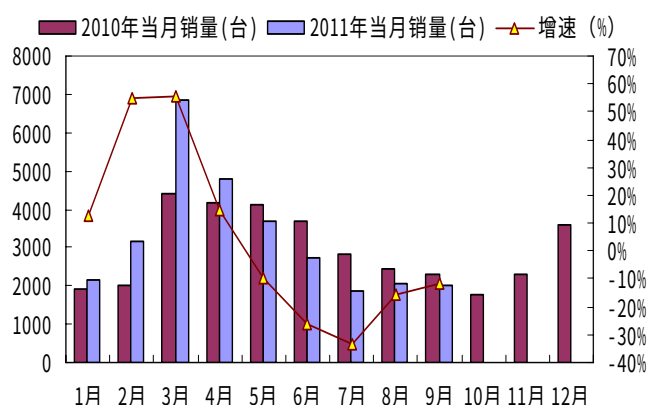
资料来源：中国工程机械商贸网，东北证券

图 18：2010-2011 年装载机当月产量与 2011 年增速



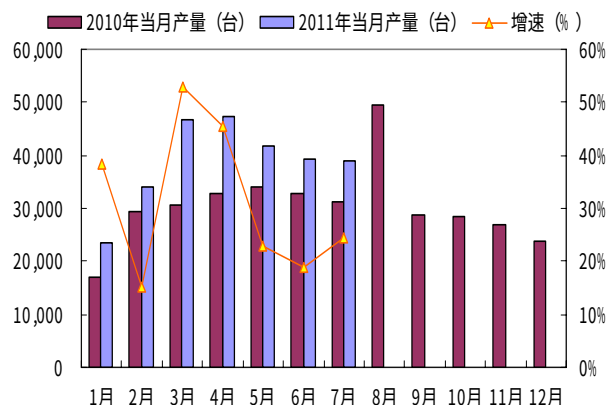
资料来源：中国工程机械商贸网，东北证券

图 19：2010-2011 年起重机当月产量与 2011 年增速



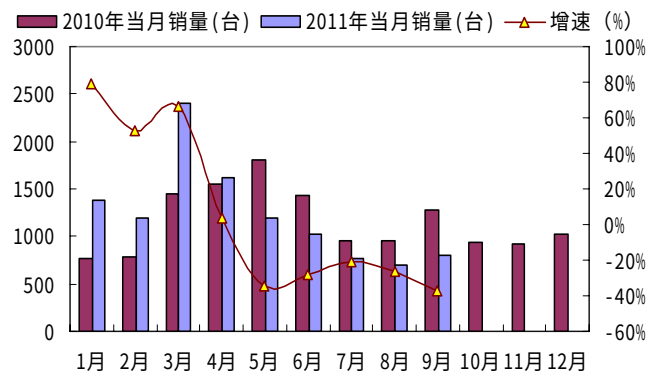
资料来源：中国工程机械商贸网，东北证券

图 20：2010-2011 年混凝土机械当月产量与 2011 年增速



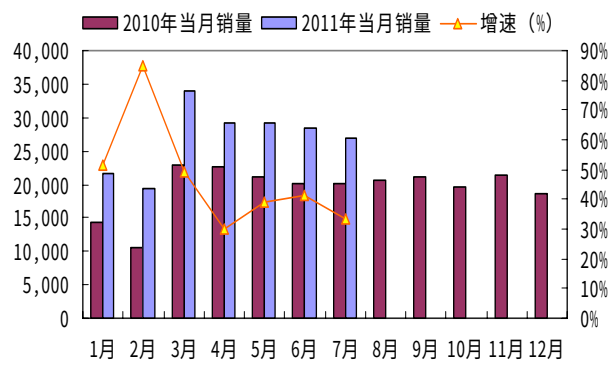
资料来源：wind，东北证券

图 21：2010-2011 年推土机当月产量与 2011 年增速



资料来源：中国工程机械商贸网，东北证券

图 22：2010-2011 年叉车当月产量与 2011 年增速



资料来源：中国工程机械商贸网，东北证券

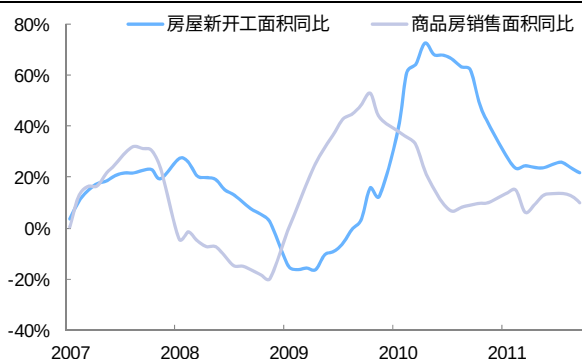
行业短期仍面临经营压力，“十二五”期间预计将从高速成长期转向平稳增长期

考虑季节性与去年同期基数较低等因素，四季度行业增速有望逐步见底回升；但在宏观经济紧缩与投资增速放缓的背景下，行业预计短期仍将面临较大的经营压力。

固定资产投资增速回升期尚需等待。2011 年，房地产、铁路与公路等下游行业的投资增速均有回落，机场、保障房、水利建设等行业的投资增速上升。2011 年 1-10 月，房地产新开工面积与商品房销售面积的累积同比增速分别为 22%、10%，增速呈现下降趋势。

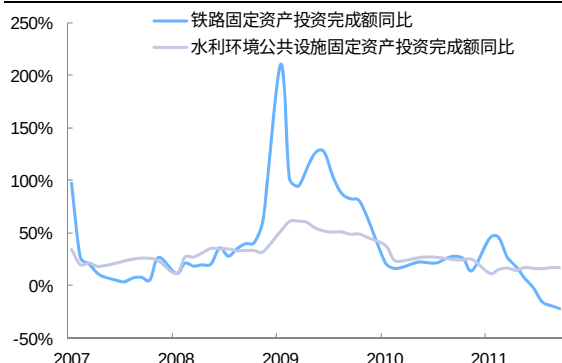
今年 1-10 月，全国铁路基本建设投资约为 3985 亿元，同比减少 22%。铁路建设投资增速逐月降低，短期下滑趋势明显。

图 23：房地产新开工面积与商品房销售面积的累积同比增速



资料来源：国家统计局，东北证券

图 24：铁路基本建设投资额及增速



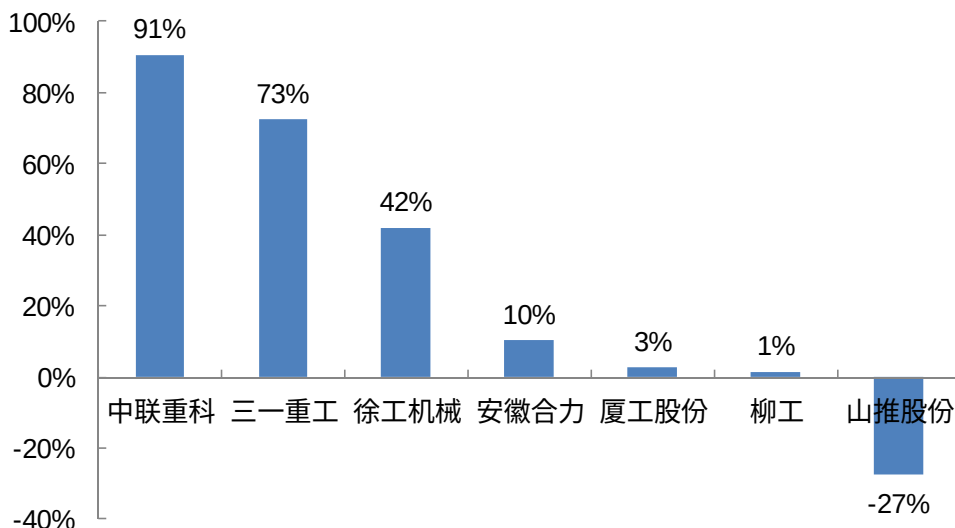
资料来源：中国铁道部，东北证券

“十二五”期间，工程机械行业协会预计，固定资产投资增速预计将保持 20%左右的增速，工程机械行业的年均产销增速约为 17%，行业将从前期的高速成长期转入平稳增长期。

行业三季报业绩分化明显：龙头公司长期成长性仍看好

行业主要公司的业绩出现分化，行业龙头仍保持较好的成长性。2011 年半年报中，三一重工、中联重科、徐工机械等行业龙头公司的业绩增速远高于行业平均增速，而柳工、厦工、山推股份等二线公司的净利润增速相对较低。

图 25：工程机械行业主要上市公司 2011 年三季报净利润同比增速



资料来源：公司公告，东北证券

行业主要公司的市盈率目前在 10-13 倍左右，已处于历史较底区间。行业龙头公司未来仍有较大的发展空间；通过产能扩张、出口等增加新的成长空间，通过规模经济与范围经济、提高关键零部件的自制率等途径增强盈利能力。2011 年，行业主要公司计划通过融资进一步扩大产能、加快国际化步伐，为未来成长增添动力。

表 1：工程机械行业主要上市公司与融资计划

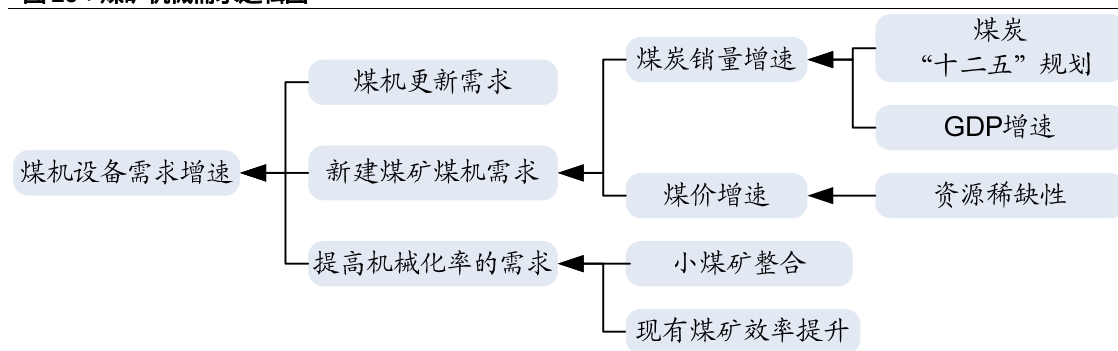
公司名称	融资计划
三一重工	H 股计划筹资 34 亿美元
徐工机械	H 股计划筹资 10-20 亿美元
厦工股份	拟非公开发行股票募集资金 2.16 亿元

资料来源：公司公告，东北证券

煤炭机械行业“十二五”期间将保持平稳增长

在煤炭产量增加与煤炭机械化率提升的驱动下，煤炭机械行业的增速较为稳定。在宏观经济前景不确定性的背景下，行业的防御性价值凸显。

图 26：煤矿机械需求逻辑图



资料来源：东北证券

能源需求增加推动煤炭行业投资稳定增长

从长期看，全球能源价格保持上升趋势。2009 年之后，煤炭价格重拾升势，价格走高将驱动煤炭行业的投资增长，进而增加对煤炭机械行业的需求。

图 27：1999 年-2011 年澳大利亚 BJ 煤炭现货价格指数

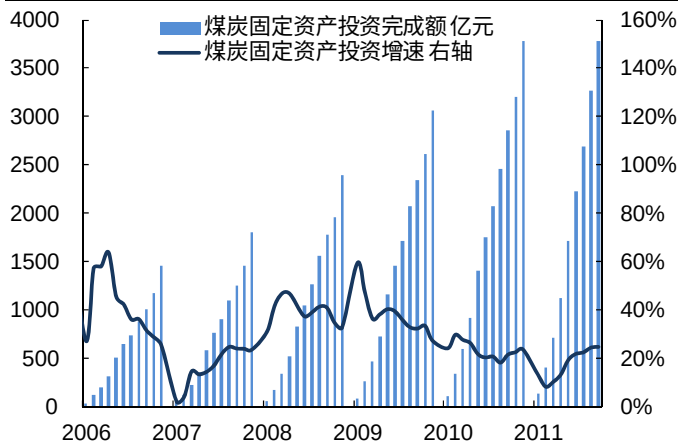


资料来源：wind，东北证券

1-10 月，我国煤炭采选业固定资产投资完成额为 3787 亿元，同比增长 25%，煤炭行业的投资增速年初以来呈现回升态势。

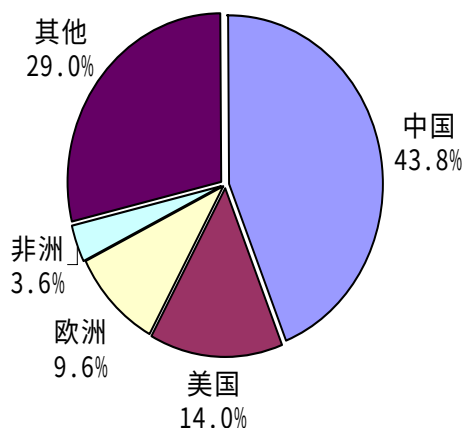
在我国一次能源生产和消费结构中，煤炭所占比重约为 70%。2010 年我国煤炭产量约占世界产量的 40%，在较长时期内，煤炭仍将是我国的主要能源品种。

图 28：2006-2011 年煤炭开采和洗选业固定资产投资及增速



资料来源：wind，东北证券

图 29：2009 年主要国家与地区煤炭产量占比



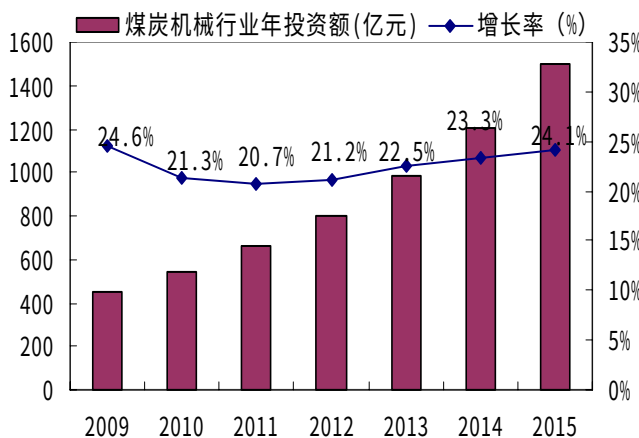
资料来源：wind，东北证券

煤机行业“十二五”期间年均增速预计为 20%左右

2001—2008 年，中国煤炭机械行业的年均复合增速为 47%。预计煤炭机械设备在 2015 年的需求为 1499 亿元，2009 年-2015 年，煤炭机械行业的年均复合增速预计为 22.8%，行业将保持平稳快速增长态势。

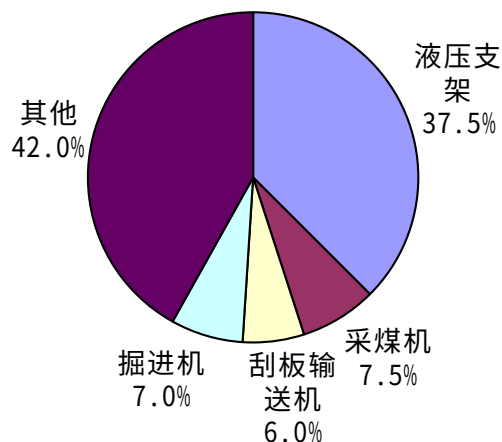
煤炭机械设备以采煤机、掘进机、刮板输送机、液压支架等综采设备为主，其中液压支架的需求占比最大，其次为采煤机、掘进机、刮板机等。

图 30：2009 年-2015 年国内煤炭机械行业年需求预测



资料来源：中国煤炭机械工业协会，东北证券

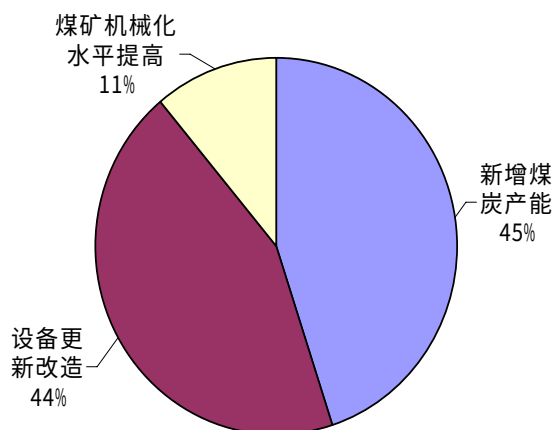
图 31：煤炭机械主要产品的产值占比



资料来源：中国煤炭机械工业协会，东北证券

煤炭产能的增加、煤机设备的更新换代、煤矿整合与煤炭生产机械化率的提升等多重因素推动煤炭机械需求的增加。

图 32：2008 年煤机行业的需求构成



资料来源：公司公告，东北证券

煤炭行业整合加速，有利于增加对煤炭机械的需求

按照国家能源局“十二五”规划，到 2015 年，国内年产亿吨以上的大型煤炭企业集团达到 6-8 个，年产 5000 万吨-1 亿吨企业达 10 个以上，特大型煤炭企业产量占国内总产量的一半以上；大型现代化煤矿的建设有利于实现煤炭开采的自动化与机械化

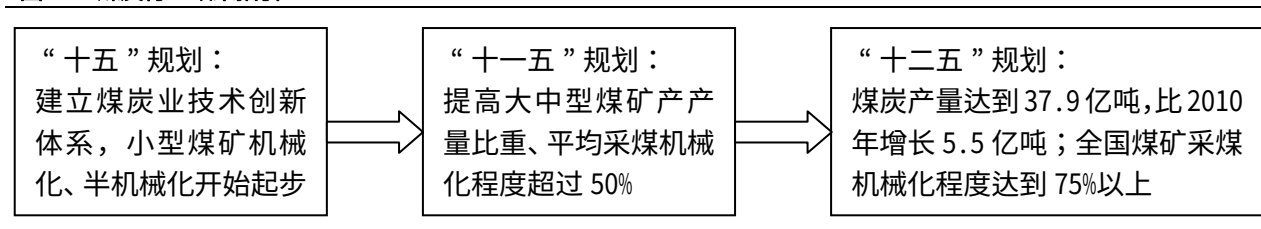
表 2：全国主要煤炭产区的行业整合规划

地区	煤炭行业整合规划
山西	规划到 2011 年七大集团的煤炭总产量占比为 75%以上，形成 4 个年产亿吨级的特大型煤炭集团、3 个年生产能力 5000 万吨级以上的大型煤炭集团，平均单井年产规模由 30 万吨提高到 100 万吨以上。
河南	年底将建成 3 个年产 5000 万吨特大煤炭企业，骨干企业的煤炭产量占比 5 年内从目前的 50%左右提高到 75%以上； 2011 年年底之前，大型煤炭企业采煤机械化程度目标达到 80%以上，掘进机械化程度达到 90%以上。
内蒙古	到 2015 年内蒙古将建成 4 个年产亿吨级以上、6 个年产 5000 万吨以上的大型煤炭生产基地。
河北	今年河北将完成对所有小煤矿的关闭和整合重组
福建	到 2015 年底，全省煤矿企业数量下降至 196 个以内，比 2010 年底下降 30%以上。淘汰 3 万吨及以下小煤矿，总产能 30 万吨/年以下规模的煤矿企业不得申请开办新矿，新建矿最小生产规模为 9 万吨/年

资料来源：东北证券

在国家政策的推动下，煤矿大型化与综采化设备占比将逐步提高。煤机产品的平均使用寿命为 4-5 年，其中液压支架和采煤机的生命周期约为 5-8 年，刮板输送机过煤能力约为 1500 万吨，设备的更新换代也将增加。

图 33：煤炭行业政策指引



资料来源：东北证券

煤炭机械化率持续提升

我国煤炭综合机械化开采率已从 2005 年的 45% 提升到 2009 年的 60%，2015 年计划提升到 75%，煤炭机械化率的持续提升使煤炭机械行业的产值增速显著高于煤炭产量的增速。

煤炭机械化的提升可降低劳动成本和百万吨死亡率，提高开采效率。2008 年中国煤矿百万吨死亡率为 1.182 人，美国煤矿 2004—2006 年的百万吨死亡率分别仅为 0.027、0.021 和 0.045，国内煤矿事故率远高于美国；国内劳动力成本的上升也促使机械化率的提升。

林州重机：煤机产品成套化打开未来成长空间

公司今年业绩将保持较高增速。公司订单饱满，液压支架的排产到 11 月份，掘进机、刮板机已排产到年底。液压支架是公司目前的主导产品，预计 11 年全年的营业收入小幅增长；刮板机、掘进机预计全年的收入均将翻倍增长，新产品成为近期业绩增长的主要驱动力。

公司的发展方向为从液压支架为主的生厂商向煤炭机械成套化供应商转变，随着高附加值的掘进机、采煤机等新产品相继推出，将打开未来的成长空间。公司年产 200 台采煤机与 260 台掘进机的项目今年已开工建设，新产品的成长空间较大。

公司掘进机由于产品质量与信誉逐步得到客户认可，今年销量开始放量增长，产品的销售收入占比快速提升。高端液压支架等募投项目明年将投产，掘进机今年开始放量增长。

预计 2011/12 年的 EPS 分别为 0.45、0.78 元，对应 2012 年 25-28 倍的市盈率，目标价为 19.5-21.8 元。公司未来三年的净利润年复合增速预计为 68.09%，成长前景看好，给予“推荐”投资评级。

郑煤机：全年业绩将超额完成，上调盈利预测

公司前三季度净利润增速 41%，超出此前预期的 32%。主要由于下游煤炭开采及洗选业固定资产投资增速持续上升，拉动煤机需求上升。另一方面，公司龙头企业的竞争优势显现，特别是在竞争对手单季度利润增速出现下滑的情况下，公司净利润增速仍然上升。

公司全年目标收入 80 亿，净利润很可能超额完成，达到 12 亿。上调 2011/12 年盈利预测至 EPS1.73、2.08 元，对应 PE15/13X，维持“推荐”评级。

机床行业的“阿基里斯和乌龟”

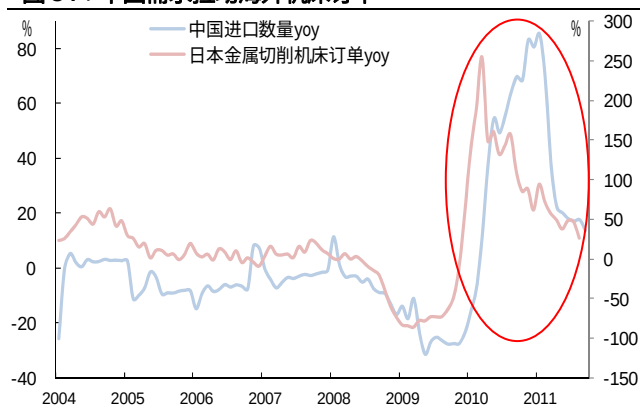
中国需求拉动海外订单，轻言“进口替代”为时过早

中国已是全球最大机床消费国，是兵家必争之地，特别是在欧洲债务危机背景下。国外的著名机床企业 DMG、GFAC、Mazak、Makino、HAAS 等已经不满足合资合作生产的模式，纷纷在华独资建厂，生产适合中国市场需要的机床。

例如，成立于 2000 年的 LGMazak 机床是日本 Mazak 公司在中国的独资工厂，2010 年，公司完成了年产 4000 台数控机床的规模，成为中国最大的、自动化程度最高的数控机床生产基地之一。2011 年 10 月，山崎马扎克机床(辽宁)有限公司在大连金州动工。投资 4 亿人民币将主要生产高端通用数控机床产品，计划于 2012 年竣工投产。这是日本山崎马扎克株式会社在中国设立的第二处工厂，是其扩大中国市场的重大举措。

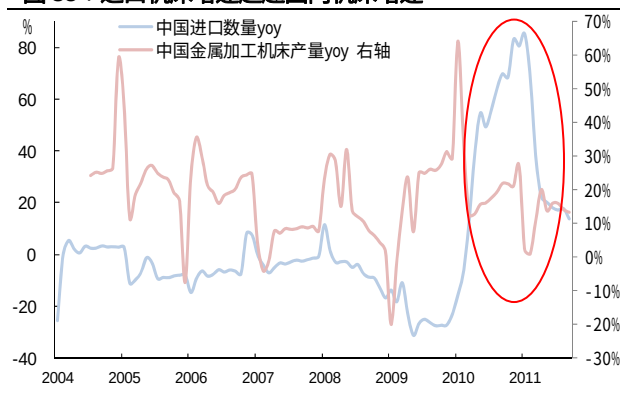
2004-2010 年，中国机床产量增速长期高于进口机床产量增速，处于“进口替代”过程，但大部分集中在中低端市场。2010 年以后，海外机床加大中国市场开拓力度，进口机床增速远高于国内产量增速，国产机床处于“被进口替代”过程。

图 34：中国需求拉动海外机床订单



资料来源：WIND，东北证券

图 35：进口机床增速超越国内机床增速



资料来源：WIND，东北证券

中国机床短期很难超越国外对手

芝诺悖论认为阿基里斯的速度比乌龟快，但永远追不上乌龟，因为当阿基里斯跑到乌龟现在的位置时，乌龟又前进了。中国机床行业就像阿基里斯，产量增速很快，但是靠模仿、引进国外先进技术进步，当中国技术达到国外现有技术水平时，国外技术又有了创新，而国产机床受技术瓶颈限制，无法超过国外机床。虽然国外机床产量增速远低，但产品售价上升速度快，销售额增速远高于产量增速。

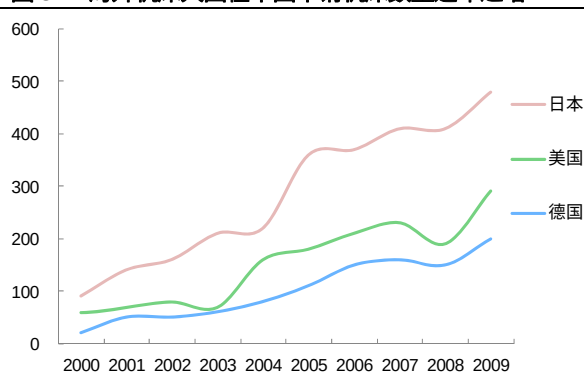
20 世纪 90 年代开始，西方国家严格限制出口高档数控机床技术，我国很难再引进国外核心技术和关键部件，国外对中国高档数控机床技术限制出口已经成为一种常态。海外机床大国除了在华纷纷建厂以外，还积极申请专利中国专利，旨在垄断中国高端机床市场。我国机床行业始终处于“学习”阶段，短期很难达超越国外对手。

图 36：中国进口机床进口额增速高于进口数量增速



资料来源：WIND，东北证券

图 37：海外机床大国在中国申请机床数量逐年递增

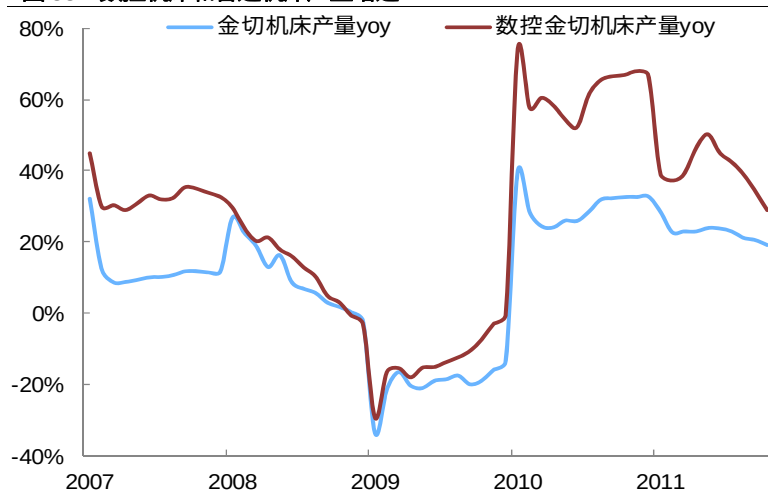


资料来源：东北证券

日发数码：受益行业快速发展

公司为专业的数控机床生产厂商，受益于行业的快速发展。多年来数控机床产量增速始终高于普通机床，2010 年我国金属切削机床的产量数控化率为 29.6%，产值数控化率为 52.5%，与发达国家 70% 以上的数控化率水平相比，仍有较大的提升空间。

图 38：数控机床和普通机床产量增速



资料来源：WIND，东北证券

公司的产品结构符合市场需求。在我们去年机床行业深度研究报告中的主要观点为，看好加工中心、数控车床、数控磨床等量大面广以及符合下游需求增长趋势的中高端机床产品，看淡重化工业投资增速放缓背景下的重型机床需求前景。

加工中心等产品需求持续保持旺盛。从进口来看，上半年我国数控机床累计进口额 46.50 亿美元，同比增长 54.83%；其中加工中心的进口额为 22.85 亿美元，占进口总金额的 49.13%；数控磨床进口增速达到 85.64%，位居各类产品首位。

数控机床行业未来 5 年的年均增速预计将保持在 30% 左右，公司将受益于行业的快速发展。预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.05、1.35、1.77 元，对应 2012 年 26-30 倍的市盈率，目标价为 35.10-40.50 元。

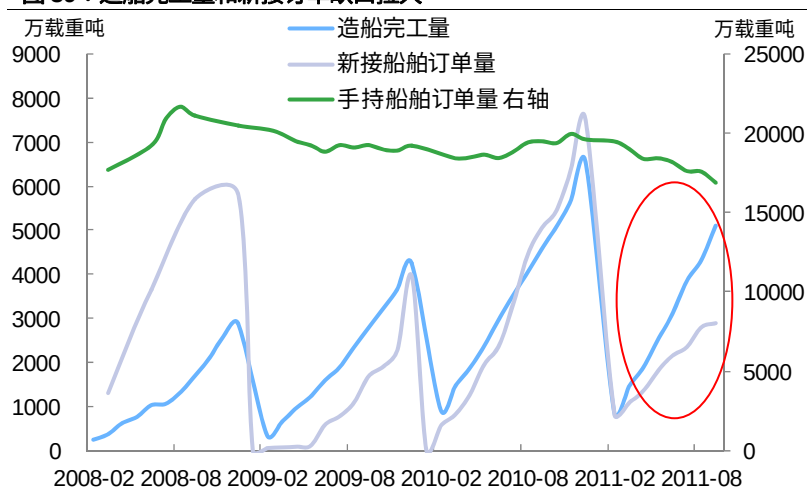
冶金设备、造船等重工业景气周期下行

造船行业仍在周期性底部运行

截至 9 月底，国内造船完工量和新接订单缺口逐月拉大，手持船舶订单进一步下降至 1.7 亿载重吨。全球经济与贸易处在低谷期，欧美债务危机的担忧上升，造船行业的订单与后期经营情况仍不容乐观。

预计 2011 年全球新船订单成交量为 8000 万载重吨左右，同比降幅约为 40%。全球手持船舶订单量年底预计下降至 4 亿载重吨以下，降幅超过 15%。新船价格继续低迷，而人民币升值、劳动力成本上升、原材料价格上涨等因素加大行业的成本压力，行业的盈利空间受到挤压。

图 39：造船完工量和新接订单缺口拉大



资料来源：WIND，东北证券

克拉克森数据显示，上半年，干散货船订单下跌近 60%，LNG 船需求则激增 11 倍。造船行业中，散货船、油轮等普通船型的需求下滑，而大型及超大型集装箱船等高技术船舶、特种船舶、海洋工程装备的市场需求相对较好。

截至 8 月底，韩国造船厂共获得了 378 亿美元的订单，而中国造船企业的订单为 103 亿美元。韩国在高附加值的超大型集装箱船、LNG 船以及海工领域的竞争优势显著，中国造船行业的订单仍集中在散货船、油轮等普通船型上，国内船企的产品结构亟待转型与升级。

表 3：2011 年 1-8 月全球与主要地区造船行业主要指标

项目	单位	全球	中国	韩国	日本
造船完工量	万载重吨	10296	4217	3439	2006
	占比 (%)	100	40.9	33.4	19.5
造船新接订单量	万载重吨	4679	1937	2295	145
	占比 (%)	100	41.4	49	3.1
造船手持订单量	万载重吨	41115	17673	13384	6256
	占比 (%)	100	42.9	32.6	15.2

资料来源：Clarksons，东北证券

造船行业部分公司开始涉足海洋工程等新兴产业。我国海洋工程装备制造业产业规模目前约为 300 亿元人民币，处于发展初期阶段。近期，国家发改委发布《海洋工程装备产业创新发展战略（2011—2020）》，提出未来十年要重点发展主力海洋工程装备、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。“十二五”时期，我国海上油气田开发工程建设投资预计将达 2500-3000 亿元，国内海洋工程产业尚处于起步阶段，浮式生产储卸装置（FPSO）、自升式钻井平台、半潜式钻井平台以及多种海洋工程船舶等产品的需求前景看好。

工信部《海洋工程装备制造业中长期发展规划》预计也将于今年底出台，规划将重点突破深水关键技术，大力发展海上油气为代表的海上矿产资源开发关键装备，以海洋风能工程为代表的可再生能源装备，以及海水淡化和综合利用装备为代表的海洋化学资源开发利用装备产业化。

冶金设备行业需求处于下滑阶段

受下游钢铁行业的需求下滑影响，冶金设备行业产量增速保持低位运行。

图 40：冶金设备行业的累积产量同比增速



资料来源：国家统计局，东北证券

行业投资策略：关注具有估值与成长性优势的个股

行业短期较难出现系统性机会，关注具有估值与成长性优势的个股。从中长期来看，三一重工、中联重科、中集集团等大市值公司的估值已处于历史底部区间，一旦货币政策放松，股价走势将超越大盘；从行业景气周期来看，机器人、日发数码、林州重机等具有竞争优势的中小市值公司处于快速成长期。

表 4：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	收盘 11-10	总市值 亿元	EPS		P/E		P/B	P/S	PEG	评级
				2011	2012	2011	2012	2011	2011	2011	
000157	中联重科	9.82	757	0.98	1.25	10	8	2.3	1.8	0.2	推荐
600031	三一重工	14.94	1134	1.22	1.58	12	9	6.1	2.3	0.2	推荐
601717	郑煤机	26.65	187	1.73	2.08	15	12	3.4	2.3	0.4	推荐
002535	林州重机	15.18	62	0.45	0.78	34	19	3.6	6.8	0.4	推荐
002520	日发数码	35.09	34	1.05	1.32	34	27	4.6	8.5	0.3	推荐
300024	机器人	23.69	71	0.54	0.77	44	31	6.4	9.8	0.9	推荐
002430	杭氧股份	25.69	155	0.83	1.13	31	23	5.8	4.1	0.8	推荐
300159	新研股份	34.95	32	0.85	1.20	41	29	3.6	9.4	0.8	推荐
601369	陕鼓动力	13.13	215	0.51	0.65	26	20	4.3	4.4	1.0	推荐

数据来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为：优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为：推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。