

行业景气预期拐点临近

——机械行业 12 月份月报

分析师：杜朴

SAC NO: S1150511080001

2011 年 12 月 1 日

联系人

杜朴

022-23861325

dupu@bhqz.com

王雪莹

022-28451904

xueyingtju@yahoo.cn

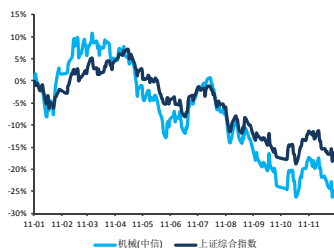
子行业评级

工程机械	中性
船舶制造与港机	看淡
能源机械	看好
铁路设备	中性
重型机械	中性
仪器仪表	中性
机床工具	中性
金属制品	中性
其他专用机械	中性
轻工机械	中性
制冷空压设备	中性
基础零部件	中性

年度股票池

郑煤机	推荐
长荣股份	推荐

最近一年行业相对走势



投资要点：

- **国内宏观环境：需求下滑将拉低机械行业景气度，但政策放松正在酝酿预期拐点**

进入 11 月份之后，经济下滑重新加速，但尚未超出软着陆的定义。在通胀方面，CPI 快速下行已成定局，政策空间打开，并且已经开始微调，政策拐点确认，但目前尚未达到扭转机械行业景气度下行的局面。机械行业成本端维持了 10 月份的价格水平，由于大宗商品价格对金融政策的反映敏感，预计成本压力的减缓已经告一段落，以钢材为代表的原材料产品价格下跌空间已经不大，在需求不出现萎缩的环境下，机械行业利润率在未来的两三个月内将逐步见底。展望未来几个月，预计将是政府放松政策不断响应经济数据下滑的过程，同时也是一个政策放松累积逐渐使机械行业基本面产生拐点的过程，这个拐点主要体现为需求的改善。未来几个月内，如果通胀压力不出现反弹，同时拐点确认时，我们将调升机械行业评级至看好。

- **海外宏观环境：欧美经济前景有所分化**

进入 11 月欧美投资信心显著下滑后开始进入筑底阶段，并且目前已经出现一定程度的分化，美国已经具备一定的经济复苏动力，而欧债危机的解决还需要经历较长的过程。预计未来一段时间机械产品出口增速将保持温和下滑态势，不会表现的很剧烈。

- **11 月机械行业表现回顾**

11 月份渤海机械指数涨幅基本与 A 股持平，符合我们给予的“中性”评级。在子行业表现方面，我们相对看好的能源机械子行业领跑机械行业指数，我们不看好的船舶与港口机械子行业则在所有子行业中排名垫底，与上个月的判断吻合。唯一偏差较大的子行业是工程机械子行业，跑输渤海机械较多。我们在上月报中已经提示过相关风险，预计在政策彻底转向之前，工程机械难以跑赢行业的风险还将持续存在。

- **机械行业投资策略：行业景气预期拐点临近**

展望未来一段时间，目前的政策微调还不足以扭转经济下滑的趋势，因此对于需求和业绩下滑的担忧可能导致以机械为代表的中游行业景气度继续探底，而股价也有继续下探的空间，行业有跑输整体市场的风险，但我们仍维持行业的“中性”评级，其原因有二：第一，政策的持续放松将减缓市场对行业需求显著萎缩的担忧，同时政策的积累将使行业出现景气拐点，乐观预期下拐点将在一个季度左右时间出现；第二，对于机械行业的悲观预期已经在估值上反映的比较充分。

在子行业方面我们也不做调整，展望整个 2012 年，我们提示投资者注意能源机械中的煤机、煤化工设备、石油天然气设备 3 个细分子行业，轻工机械中的印刷机械子行业，以及制冷空压设备。这些子行业长期成长前景确定，具备投资价值。在公司方面，给予郑煤机和长荣股份“推荐”评级，同时提示“持有”评级中的富瑞特装、开山股份、博深工具等公司明年增长确定性强，如果短期内出现较大幅度下跌将会出现明显的投资机会。

目 录

1. 机械行业宏观环境展望.....	5
1.1 国内宏观环境：需求下滑将拉低机械行业景气度，但政策放松正在酝酿预期拐点	5
1.2 海外宏观环境：欧美经济前景有所分化	13
2. 机械行业投资策略：行业景气预期拐点临近.....	18

图 目 录

图 1: CPI 同比增速 (%)	7
图 2: CPI 环比增速 (%)	7
图 3: PPI 同比环比增速 (%)	7
图 4: PPI 生活资料同比增速 (%)	7
图 5: 机械子行业收入累计同比增速 (%)	7
图 6: 机械子行业销售利润率 (%)	7
图 7: 农产品批发价格总指数	8
图 8: 猪肉价格 (元/公斤)	8
图 9: 原油价格 (美元/桶)	8
图 10: 钢材价格指数	8
图 11: 国内铁矿石价格 (元/吨)	8
图 12: 国内铸造生铁价格 (元/吨)	8
图 13: 国内废钢价格 (元/吨)	9
图 14: 国内煤炭平仓价 (元/吨)	9
图 15: 国债收益率曲线 (%)	9
图 16: 国债收益率曲线斜率 (10 年-1 年)	9
图 17: 央票收益率 (%)	9
图 18: SHIBOR 利率 (%)	9
图 19: 票据贴现利率 (%)	10
图 20: 企业信用债利差 (%)	10
图 21: M1、M2 增速	10
图 22: M1 季调环比增速	10
图 23: PMI	10
图 24: PMI 新订单	10
图 25: PMI 库存	11
图 26: 工业增加值季调环比增速	11
图 27: 实际利率与房地产投资	11
图 28: 住宅销售增速	11
图 29: 4 种重要产品产量增速	11
图 30: 土石方机械销量累计同比增速	11
图 31: 土石方机械销量当月同比增速	12
图 32: 土石方机械销量季调环比增速	12
图 33: ZEW 经济景气指数	14
图 34: 美国 ECRI 领先指标	14
图 35: 美国 PMI 新订单	14
图 36: 美国 PMI 及其先行指标	14
图 37: 美国 PMI 库存	14
图 38: 美国 CPI (%)	14
图 39: 美国 CPI 环比 (%)	15
图 40: 美国 PCE (%)	15
图 41: 美国进口价格指数 (%)	15

图 42: 美国 PPI (%)	15
图 43: 美国通胀预期	15
图 44: 美国国债收益率 (%)	15
图 45: 美国零售同比增速	16
图 46: OECD 综合领先指标 (欧美英日)	16
图 47: OECD 综合领先指标 (中巴印俄)	16
图 48: 进出口当月同比增速 (%)	16
图 49: 进出口季调环比增速	16
图 50: 机械及其子行业出口金额当月同比增速	16
图 51: 3 类产品出口金额当月同比增速	17
图 52: 工程机械出口量累计同比增速	17
图 53: 渤海机械行业静态 PE (TTM, 整体法)	19
图 54: 申万风格指数静态 PE (TTM, 整体法)	19
图 55: 月度中小盘指数对大盘股相对表现	19
图 56: 两月中小盘指数对大盘股相对表现	19
图 57: 11 月机械行业表现	19
图 58: 11 月渤海机械子行业表现	19

表 目 录

表 1: 机械行业评级	20
-------------	----

1.机械行业宏观环境展望

1.1 国内宏观环境：需求下滑将拉低机械行业景气度，但政策放松正在酝酿预期拐点

机械设备作为投资品，其景气程度具备较强的周期性特征，而通胀水平是其景气变化的决定因素。一方面，CPI 水平与货币政策、财政政策松紧程度负相关，直接决定机械设备的需求环境。另一方面，PPI 水平代表机械制造业的成本压力，其与行业盈利能力也觉有显著负相关特征。

由于 CPI 对行业需求的传导链条较长，因此历史上看，名义需求回落一般落后于盈利能力回落。伴随着原材料成本的上涨，从 2010 年年中开始机械行业盈利能力已经开始趋势性下行，而到 2011 年 4、5 月份一些与财政政策相关的产品的真实需求开始出现回落，至 6-10 月份景气下行趋缓，真实需求呈现平台整理态势。

进入 11 月份之后，经济下滑重新加速，但尚未超出软着陆的定义。在通胀方面，CPI 快速下行已成定局，政策空间打开，并且已经开始微调，政策拐点确认，但目前尚未达到扭转机械行业景气度下行的局面。机械行业成本端维持了 10 月份的价格水平，由于大宗商品价格对金融政策的反映敏感，预计成本压力的减缓已经告一段落，以钢材为代表的原材料产品价格下跌空间已经不大，在需求不出现萎缩的环境下，机械行业利润率在未来的两三个月内将逐步见底。展望未来几个月，预计将是政府放松政策不断响应经济数据下滑的过程，同时也是一个政策放松累积逐渐使机械行业基本面产生拐点的过程，这个拐点主要体现为需求的改善。未来几个月内，如果通胀压力不出现反弹，同时拐点确认时，我们将调升机械行业评级至看好。

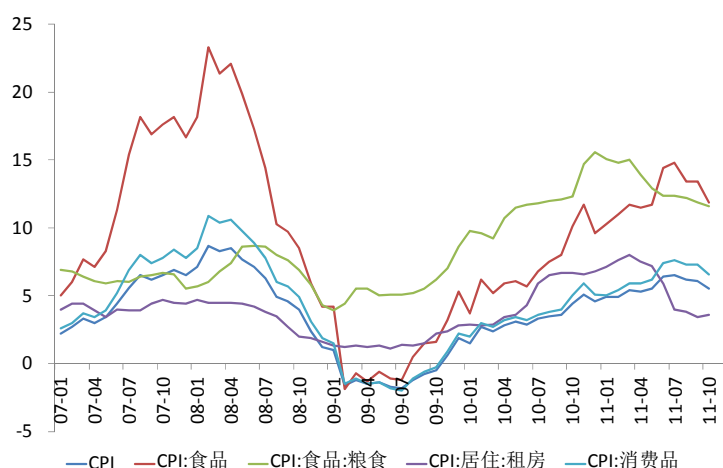
具体来看，在 CPI 方面，以猪肉价格为代表的食品价格延续了 10 月份的下降趋势，但下跌速度减缓，环比数据转负，而同比数据将保持快速下滑的趋势，政策放松空间持续放大。

在 PPI 方面，10 月钢材价格暴跌后开始底部震荡，在政策开始微调的背景下，预计钢材价格下跌空间已有限，预计在需求不出现萎缩的环境下，机械行业利润率在未来的两三个月内将逐步见底，行业盈利能力拐点已经出现。

回顾 11 月月报，我们当时预计“政府对经济增长的敏感度高于通胀，投资冲动仍然较强，一旦通胀压力缓解，投资的响应速度可能比较快”的判断得到印证，

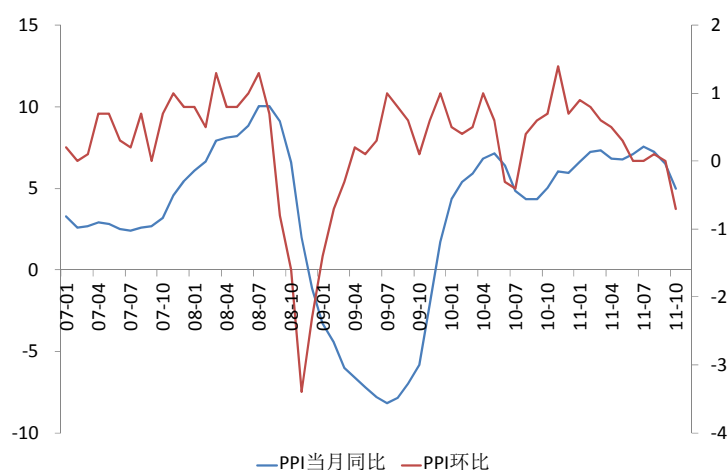
因此我们仍然维持“本次经济周期的底部拐点有可能比以往几个经济周期来的更早的判断”。未来几个月将是一个政府放松政策不断响应经济数据下滑的过程，直到政策放松累积效应扭转经济下滑趋势，与此同时机械行业景气度和股价都将出现拐点。

图 1: CPI 同比增速 (%)



资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 3: PPI 同比环比增速 (%)



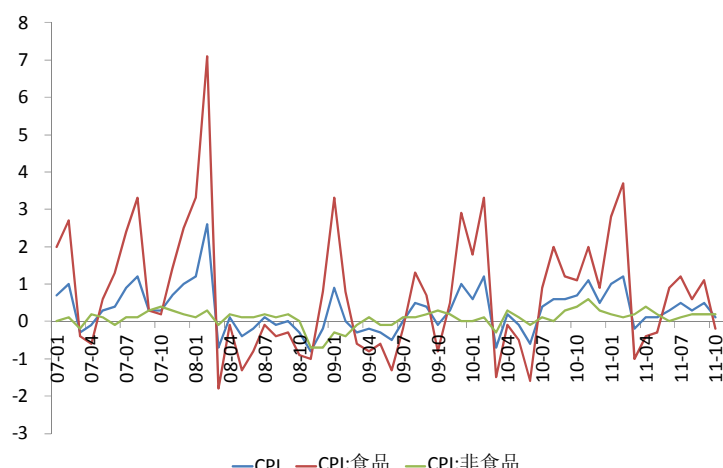
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 5: 机械子行业收入累计同比增速 (%)



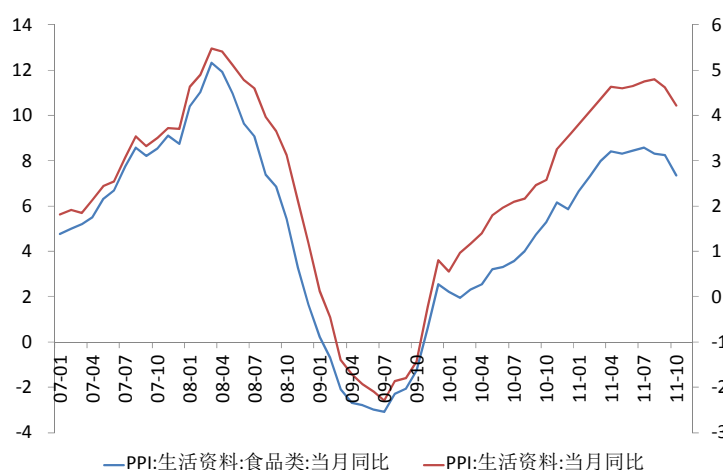
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 2: CPI 环比增速 (%)



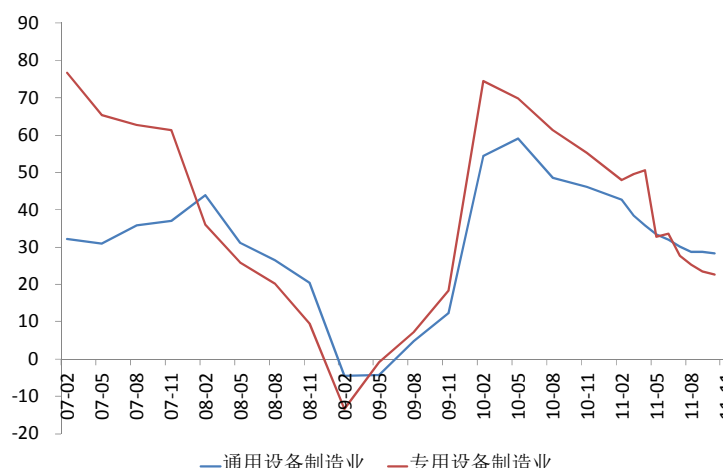
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 4: PPI 生活资料同比增速 (%)



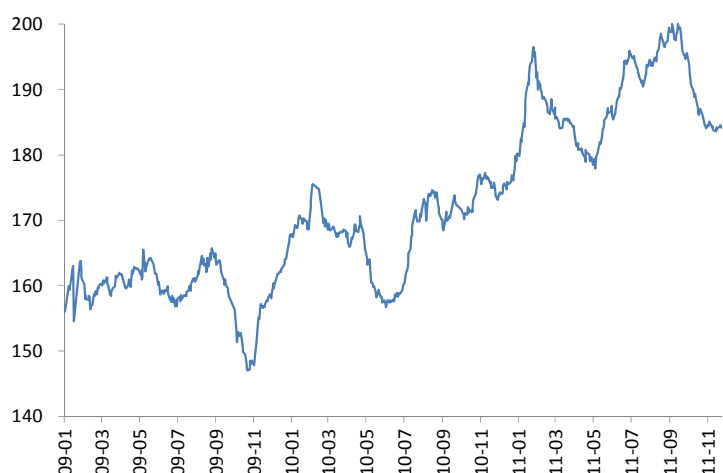
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 6: 机械子行业销售利润率 (%)



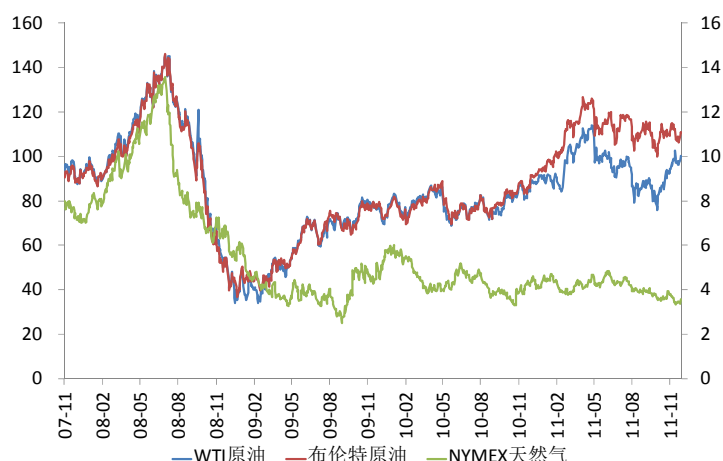
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 7: 农产品批发价格总指数



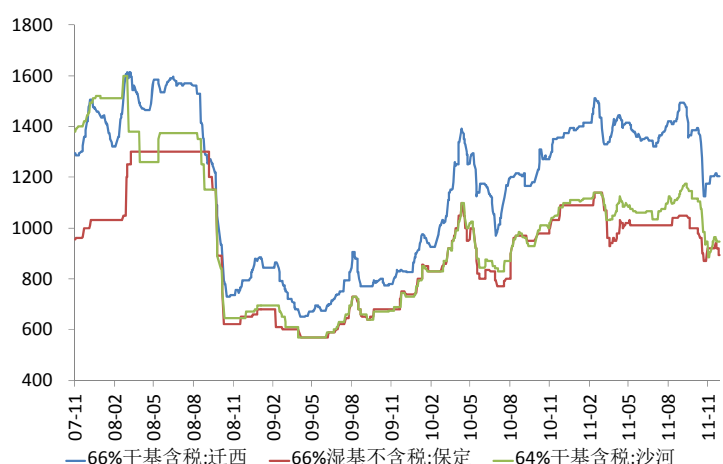
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 9: 原油价格 (美元/桶)



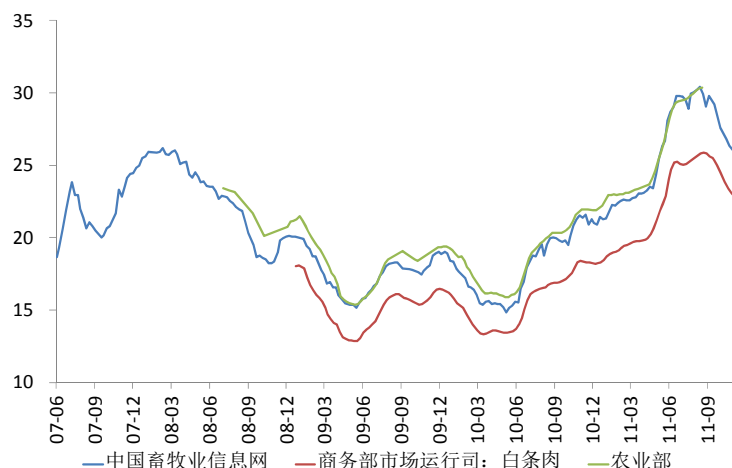
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 11: 国内铁矿石价格 (元/吨)



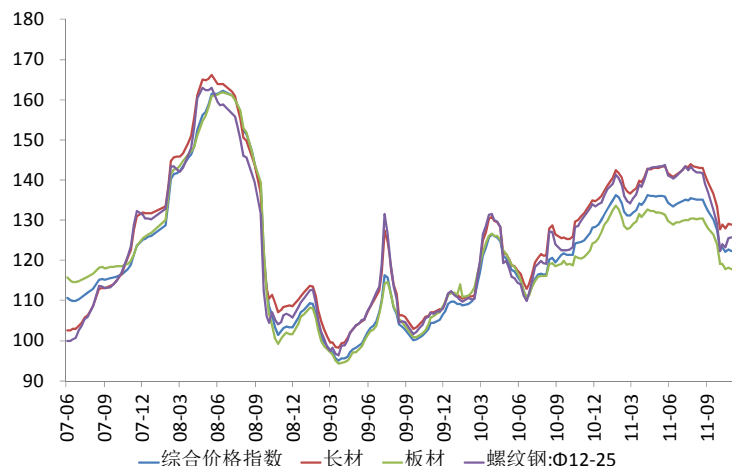
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 8: 猪肉价格 (元/公斤)



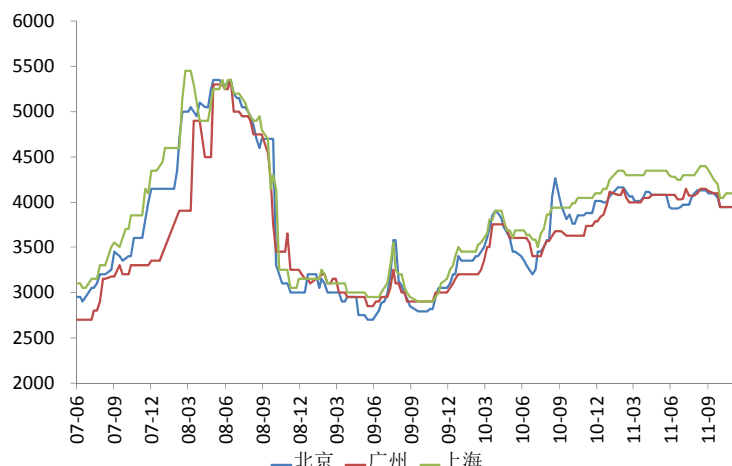
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 10: 钢材价格指数



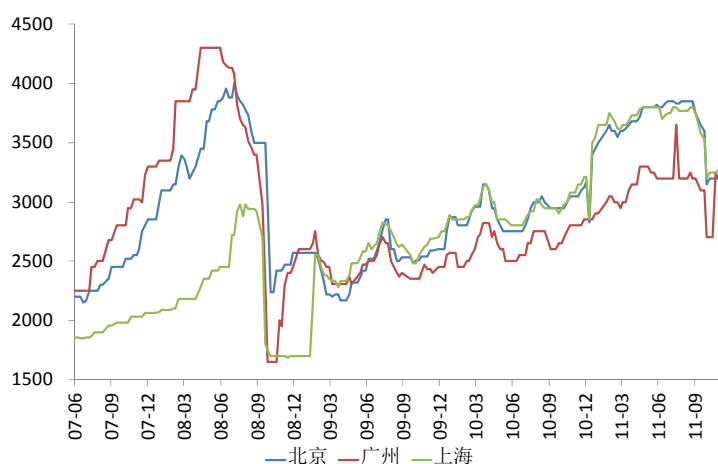
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 12: 国内铸造生铁价格 (元/吨)



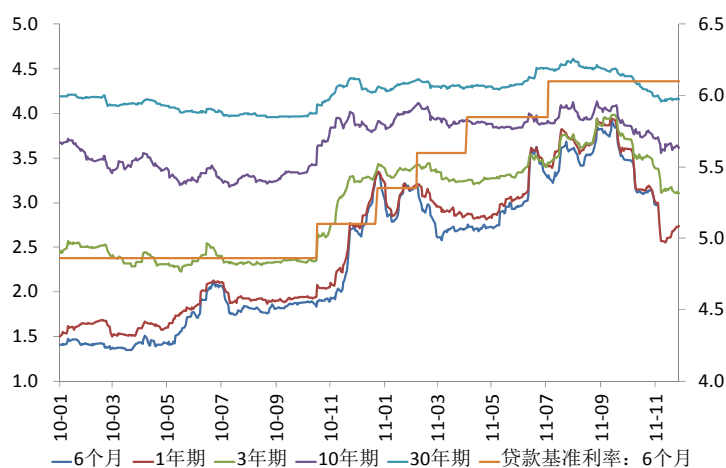
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 13: 国内废钢价格 (元/吨)



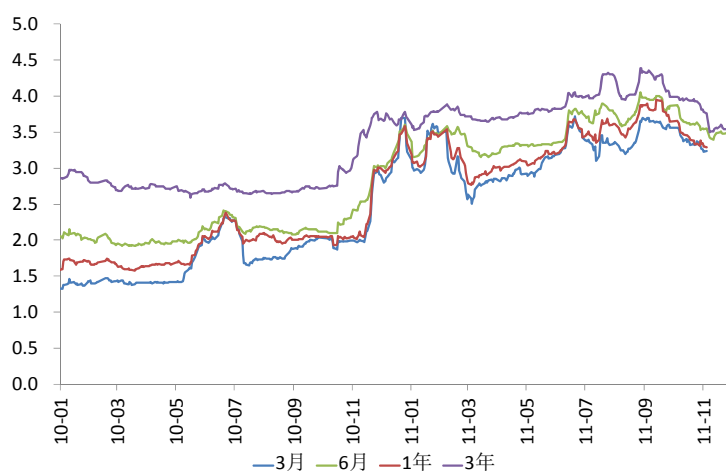
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 15: 国债收益率曲线 (%)



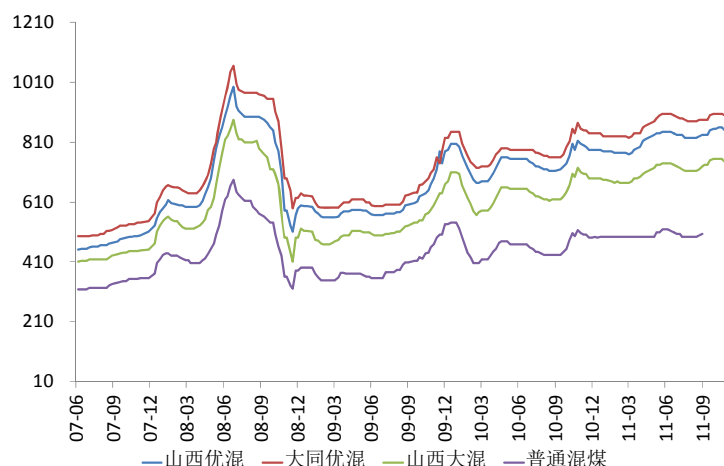
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 17: 央票收益率 (%)



资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 14: 国内煤炭平仓价 (元/吨)



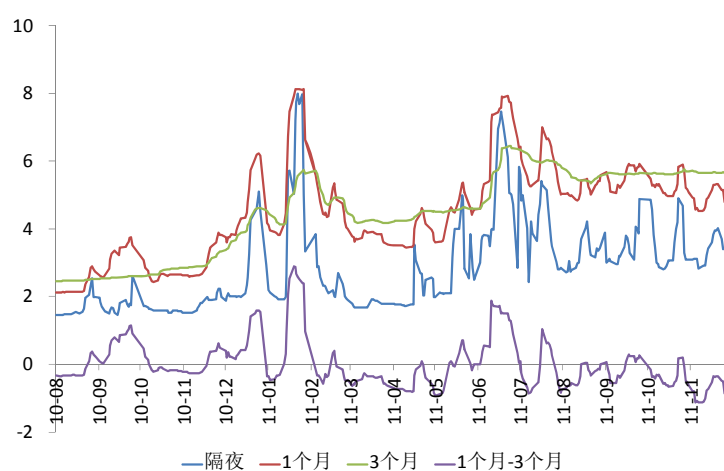
资料来源: 中国煤炭市场网, 渤海证券研究所

图 16: 国债收益率曲线斜率 (10 年-1 年)



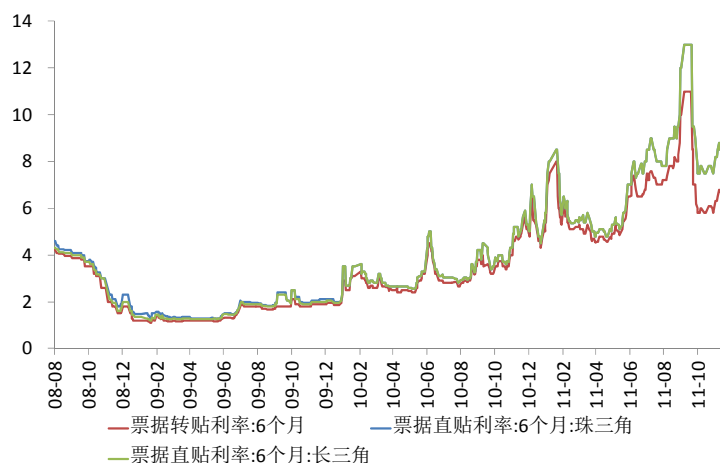
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 18: SHIBOR 利率 (%)



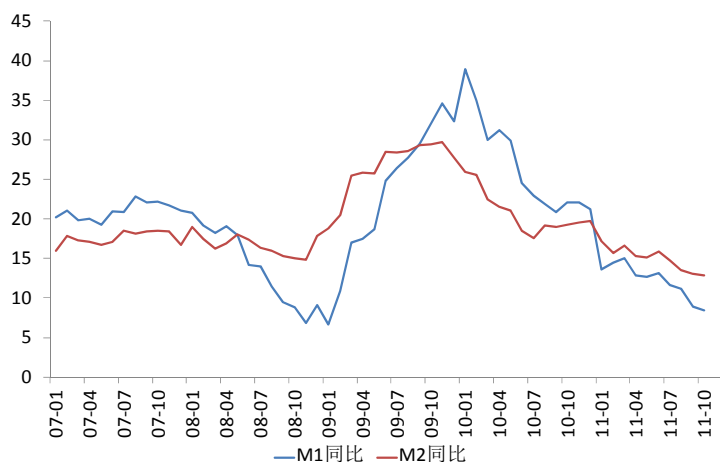
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 19: 票据贴现利率 (%)



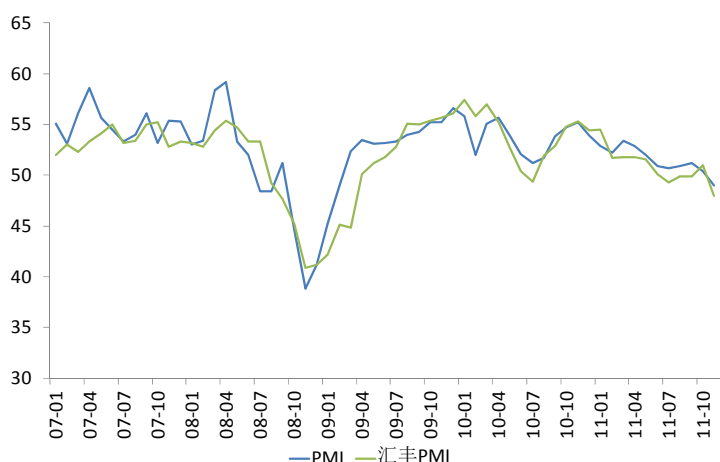
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 21: M1、M2 增速



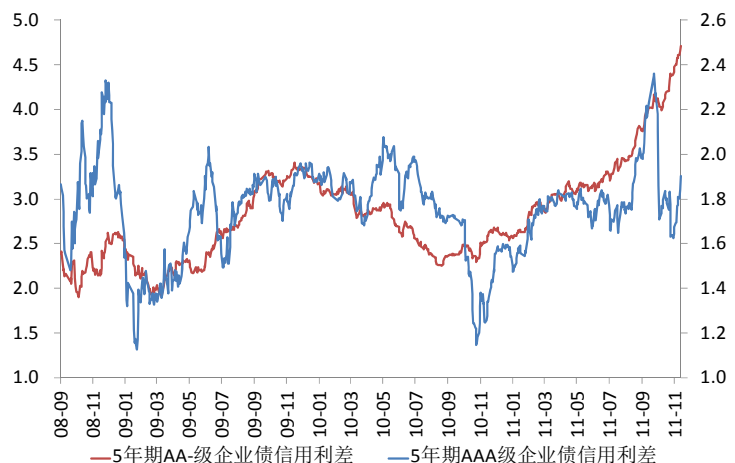
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 23: PMI



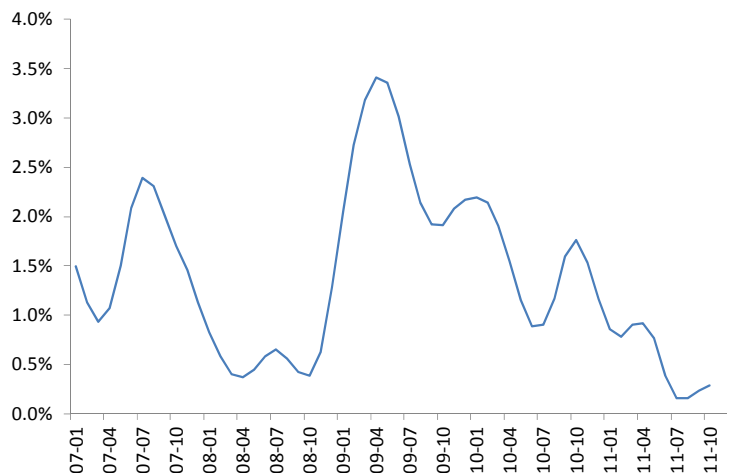
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 20: 企业信用债利差 (%)



资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 22: M1 季调环比增速



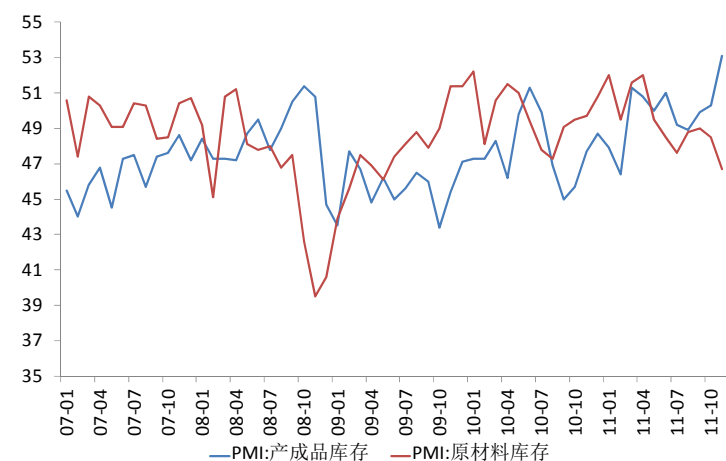
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 24: PMI 新订单



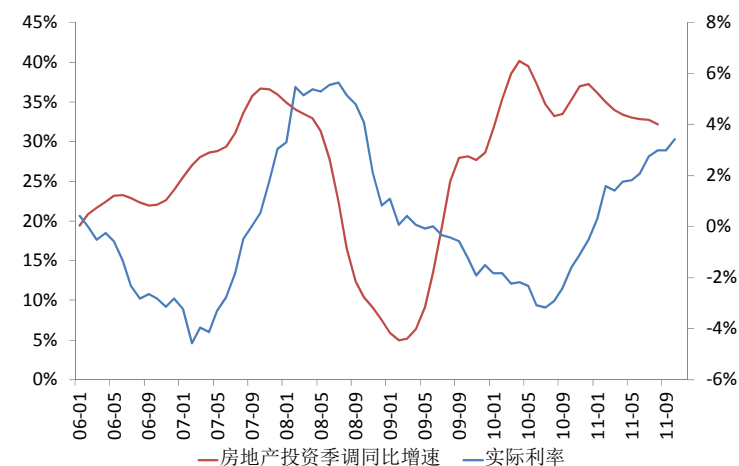
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 25: PMI 库存



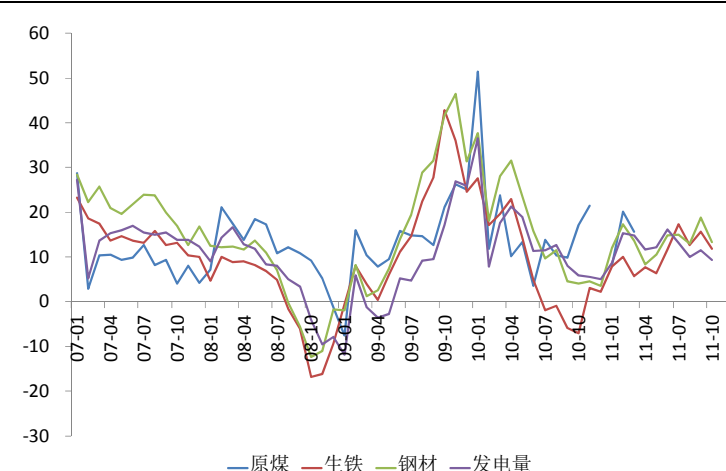
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 27: 实际利率与房地产投资



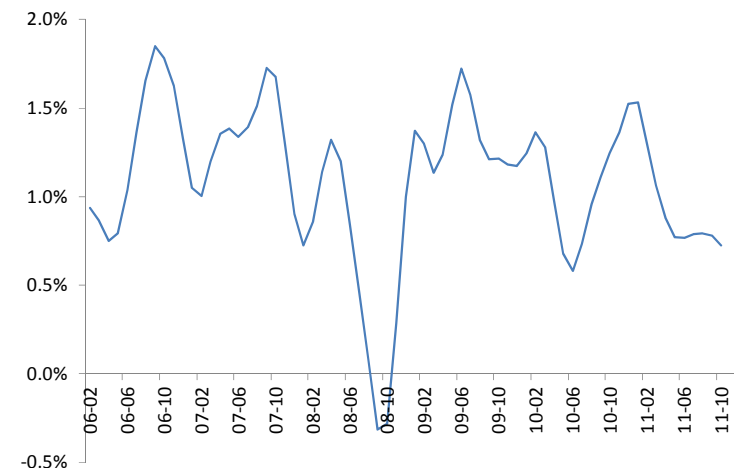
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 29: 4 种重要产品产量增速



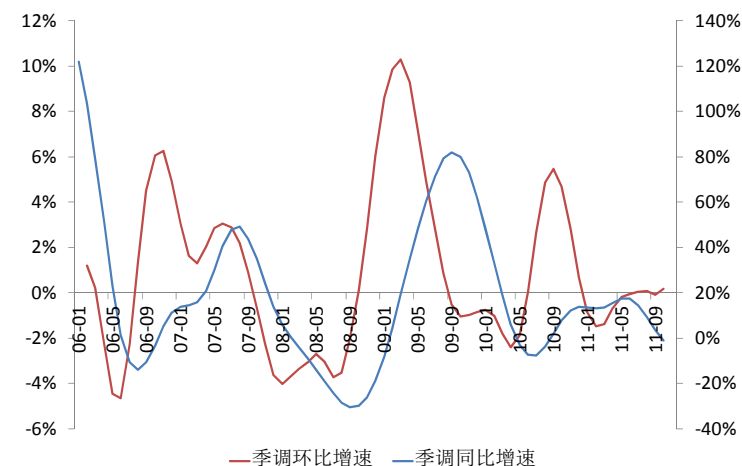
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 26: 工业增加值季调环比增速



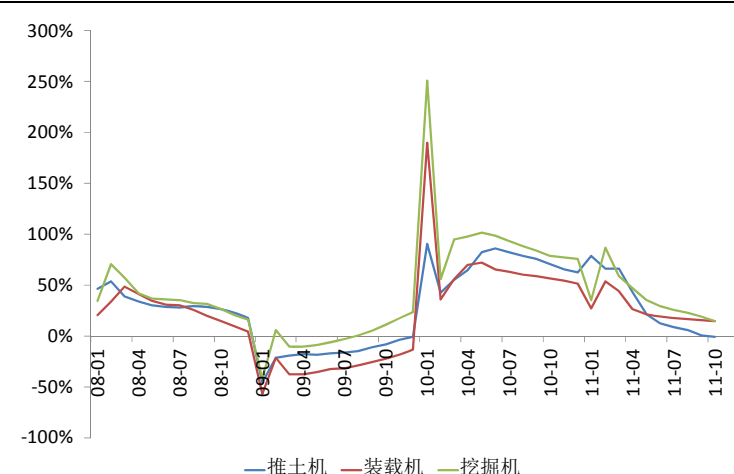
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 28: 住宅销售增速



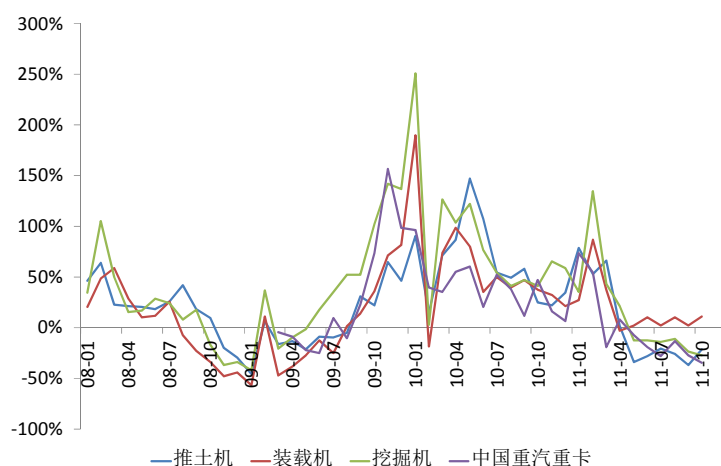
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 30: 土石方机械销量累计同比增速



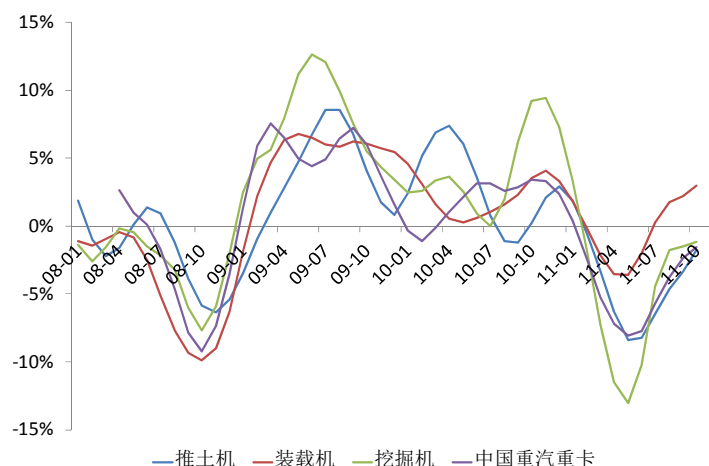
资料来源: 渤海证券研究所

图 31: 土石方机械销量当月同比增速



资料来源: 渤海证券研究所

图 32: 土石方机械销量季调环比增速



资料来源: 渤海证券研究所

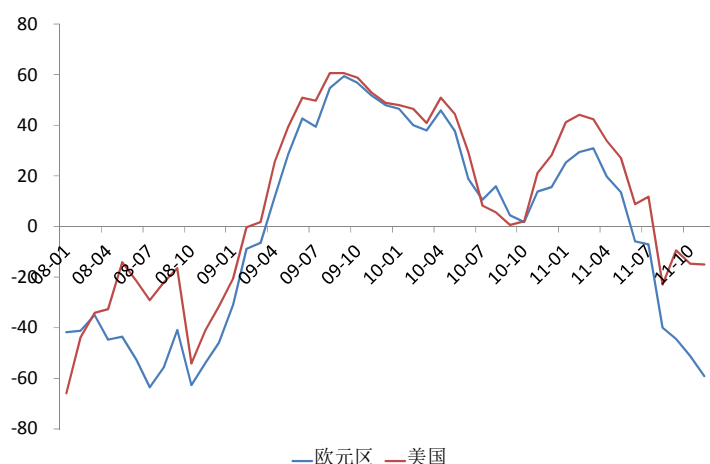
1.2 海外宏观环境：欧美经济前景有所分化

从 2011 年 4 月开始，海外经济体景气度开始下滑，到 7 月份，由于欧美债务问题愈演愈烈，经济下滑预期开始变得更强，8 月份的各种经济数据已经印证了欧美开始一轮衰退的事实，进入 10 月份以后，随着各国政府的努力，经济下滑预期已经初步得到遏制，同时风险偏好也开始企稳回升。受此影响，欧美投资信心显著下滑后开始进入筑底阶段，并且目前已经出现一定程度的分化，美国已经具备一定的经济复苏动力，而欧债危机的解决还需要经历较长的过程。

美国方面消费领域仍然延续了小幅下滑的趋势，但投资信心有所恢复，企业订单和开工率仍然保持了较好的状况，同时居民信贷也出现反复。美国通胀压力减轻明显，为进一步的信用扩张提供了良好环境。

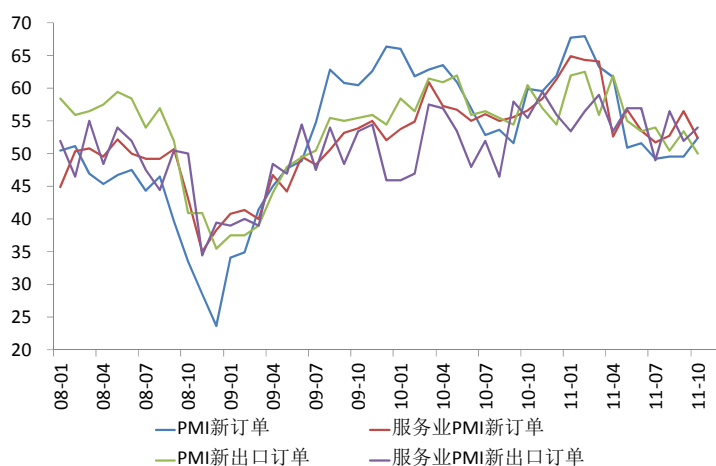
与欧美经济周期吻合，我国机械产品出口当月同比增速与欧美订单趋势一致，保持温和下滑态势，预计未来一段时间机械产品出口增速将继续下滑，但不会很剧烈。

图 33: ZEW 经济景气指数



资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 35: 美国 PMI 新订单



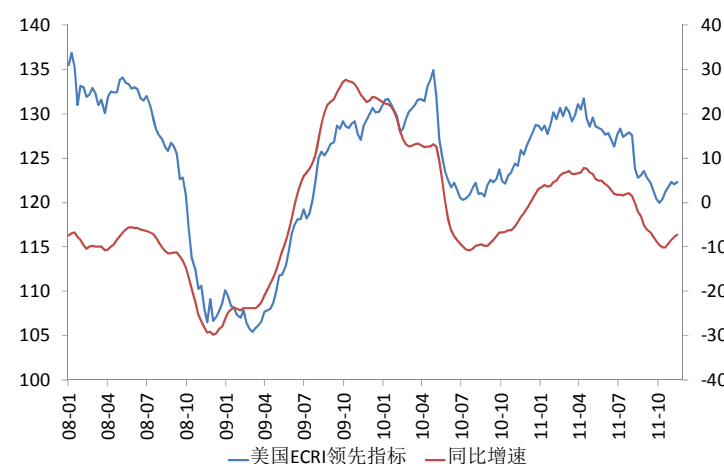
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 37: 美国 PMI 库存



资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 34: 美国 ECRI 领先指标



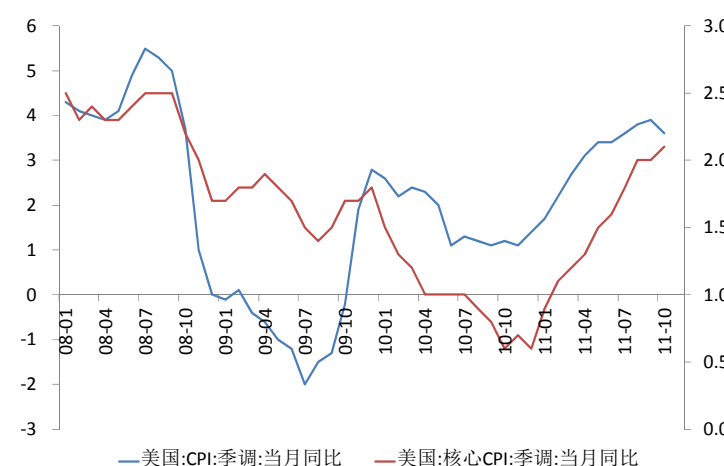
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 36: 美国 PMI 及其先行指标



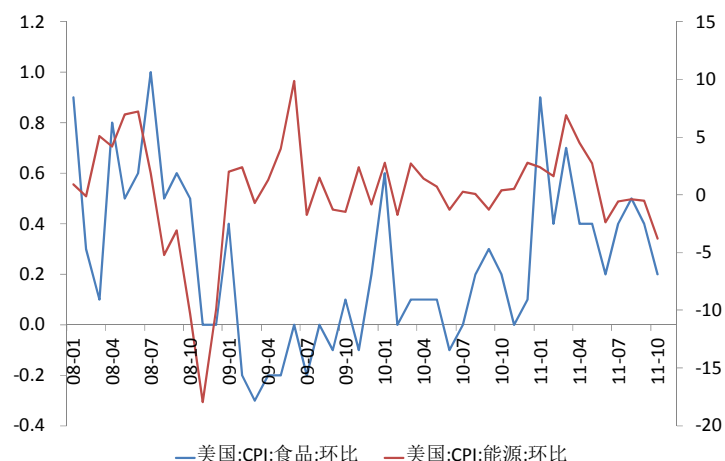
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 38: 美国 CPI (%)



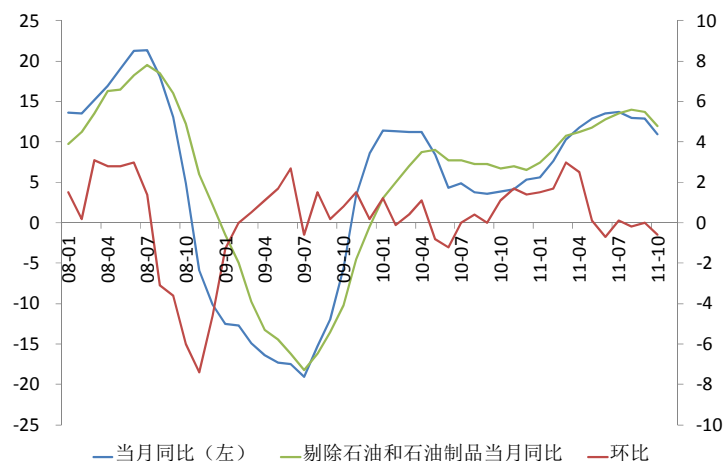
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 39: 美国 CPI 环比 (%)



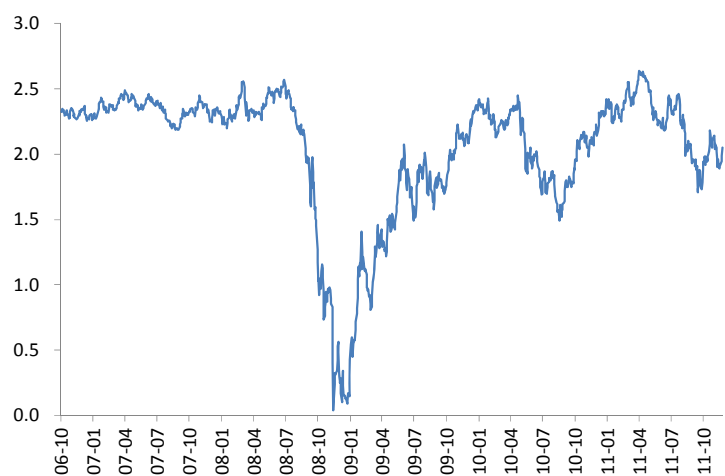
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 41: 美国进口价格指数 (%)



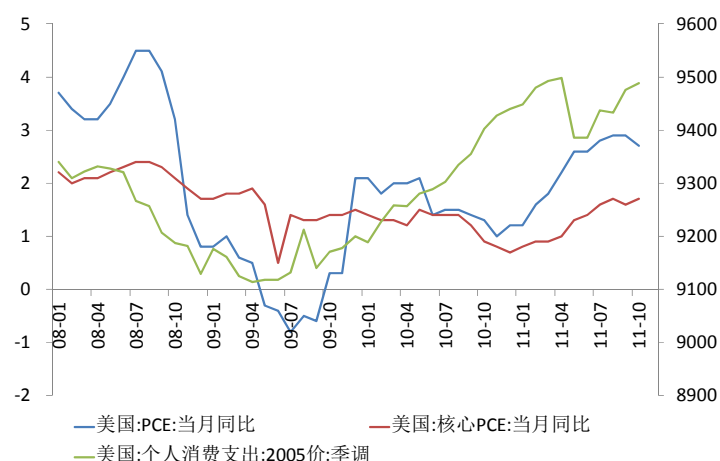
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 43: 美国通胀预期



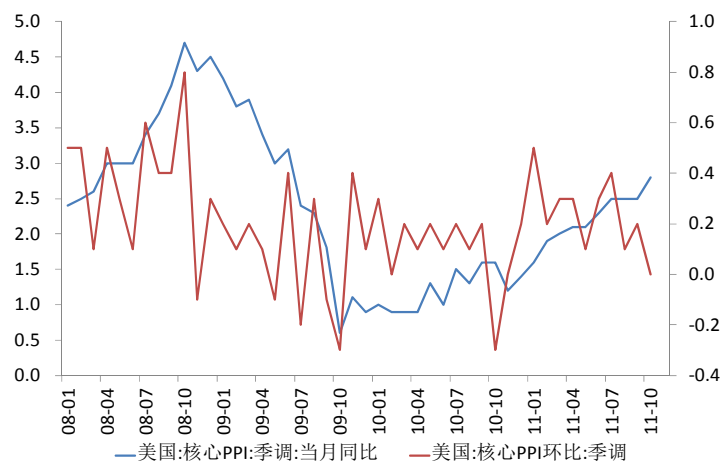
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 40: 美国 PCE (%)



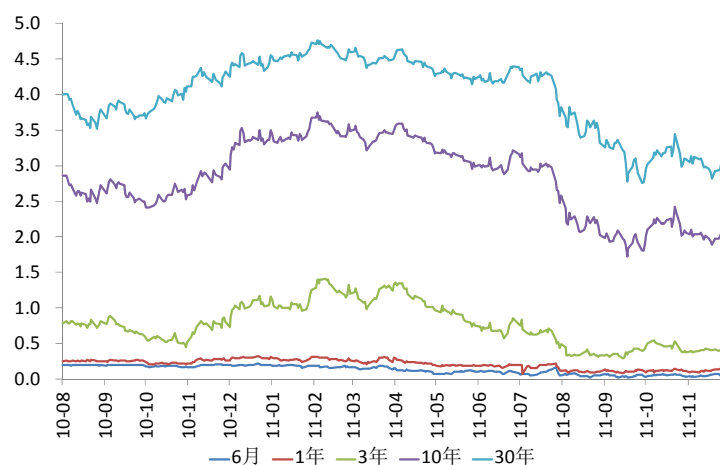
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 42: 美国 PPI (%)



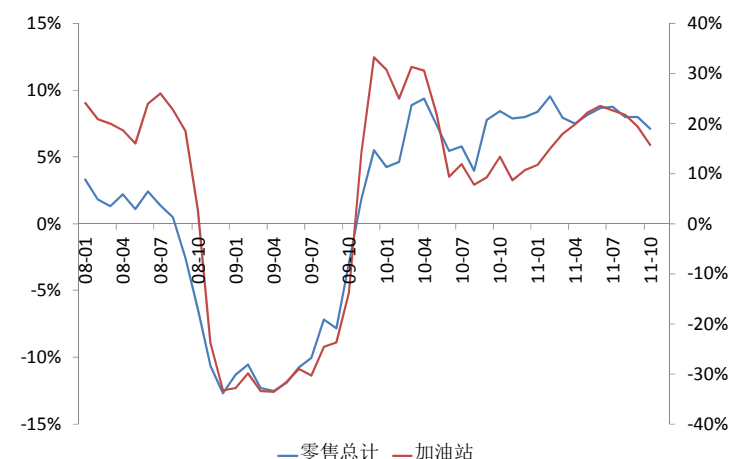
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 44: 美国国债收益率 (%)



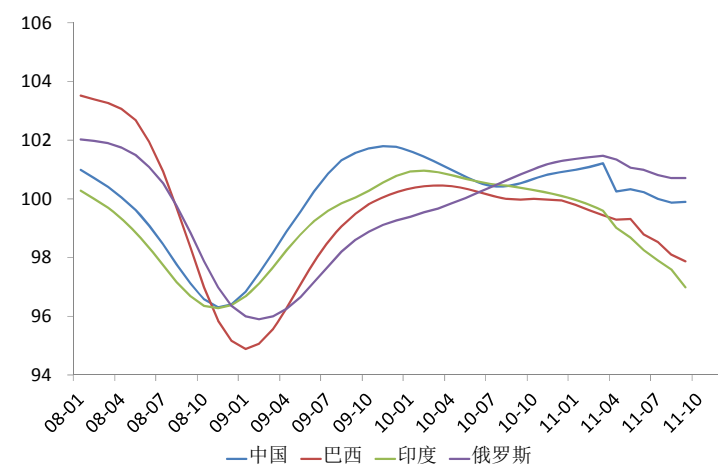
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 45: 美国零售同比增速



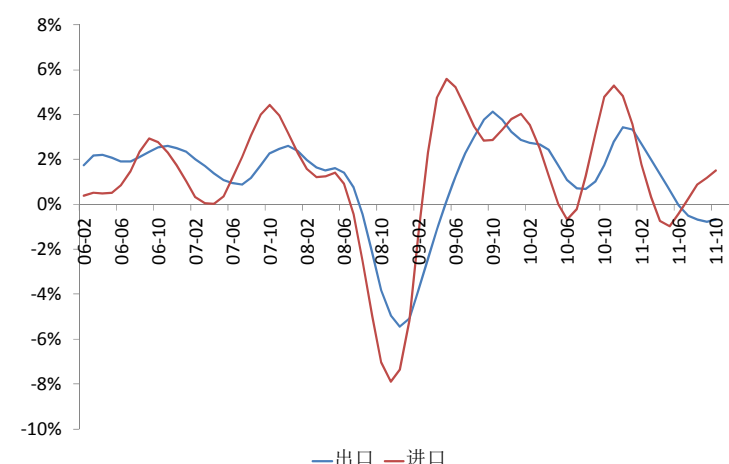
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 47: OECD 综合领先指标 (中巴印俄)



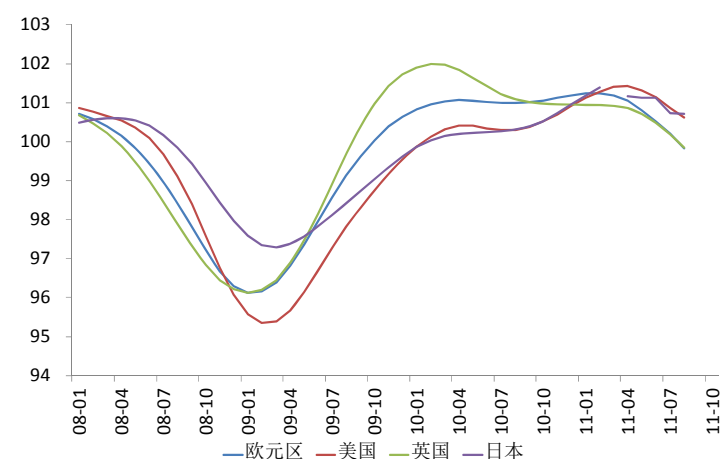
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 49: 进出口季调环比增速



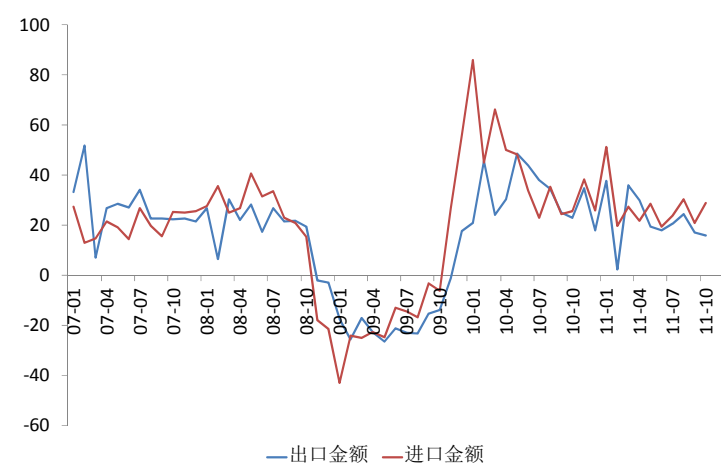
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 46: OECD 综合领先指标 (欧美英日)



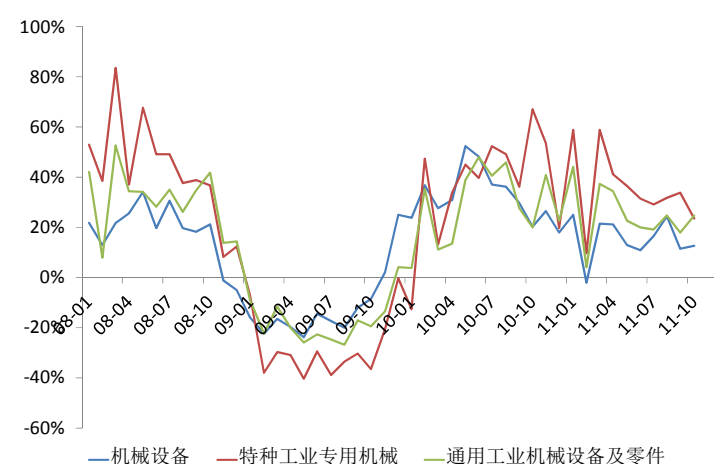
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 48: 进出口当月同比增速 (%)



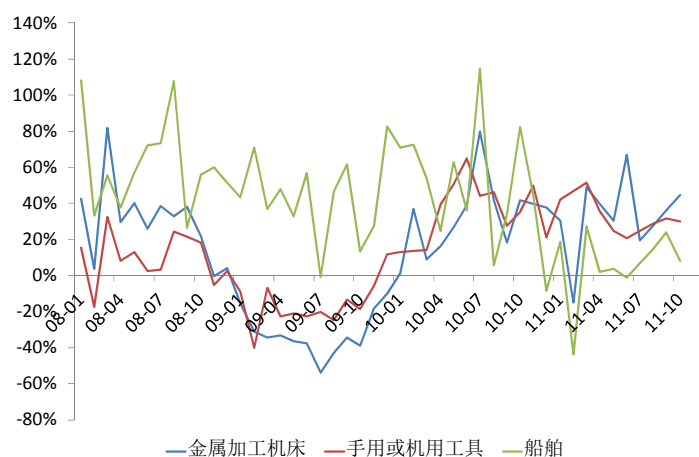
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 50: 机械及其子行业出口金额当月同比增速



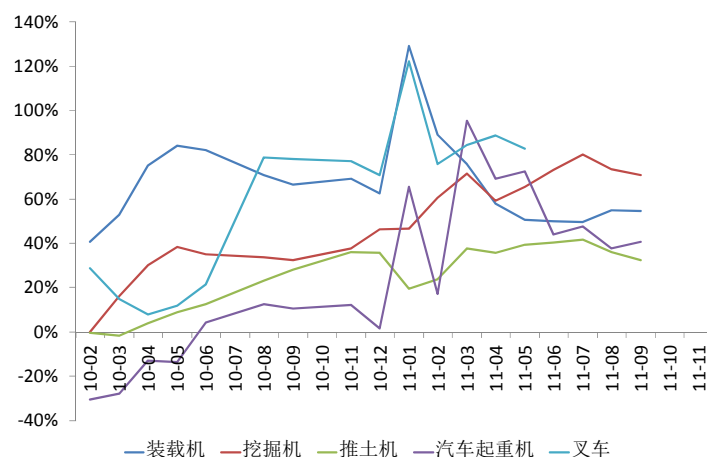
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 51: 3 类产品出口金额当月同比增速



资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 52: 工程机械出口量累计同比增速



资料来源: WIND, 渤海证券研究所

2.机械行业投资策略：行业景气预期拐点临近

回顾 11 月份,机械行业表现,按算术平均算法和股本加权平均算法,渤海机械行业指数分别下跌 4.61 和 7.94 个百分点,分别跑输 A 股市场 0.56 和跑赢 2.53 个百分点,其年化表现基本符合我们之前给予的行业“中性”评级。

在子行业表现方面,我们相对看好的能源机械子行业领跑机械行业指数,我们不看好的船舶与港口机械子行业则在所有子行业中排名垫底,与上个月的判断吻合。

唯一偏差较大的子行业是工程机械子行业,跑输渤海机械较多。我们在上月报中已经提示过相关风险,即工程机械行业下游主要是基建和房地产等行业,目前市场普遍预期这些行业未来增长前景不乐观,因此在政策彻底转向之前,工程机械难以跑赢行业的风险还将持续存在。

展望未来一段时间,目前的政策微调还不足以扭转经济下滑的趋势,因此对于需求和业绩下滑的担忧可能导致以机械为代表的中游行业景气度继续探底,而股价也有继续下探的空间,行业有跑输整体市场的风险,但我们仍维持行业的“中性”评级,其原因有二:第一,政策的持续放松将减缓市场对行业需求显著萎缩的担忧,同时政策的积累将使行业出现景气拐点,乐观预期下拐点将在一个季度左右时间出现;第二,对于机械行业的悲观预期已经在估值上反映的比较充分。

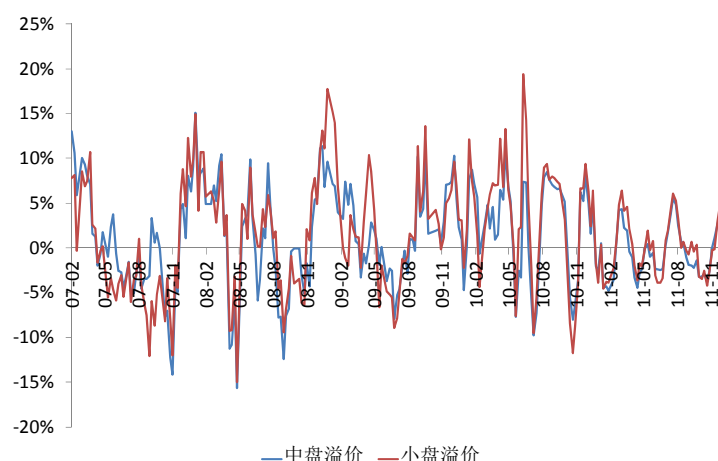
在子行业方面我们也不做调整,展望整个 2012 年,我们提示投资者注意能源机械中的煤机、煤化工设备、石油天然气设备 3 个细分子行业,轻工机械中的印刷机械子行业,以及制冷空压设备。这些子行业长期成长前景确定,具备投资价值。在公司方面,给予郑煤机和长荣股份“推荐”评级,同时提示“持有”评级中的富瑞特装、开山股份、中航重机、博深工具、大禹节水、达刚路机、锐奇股份、新研股份、松德股份明年增长确定性强,如果短期内出现较大幅度下跌将会出现明显的投资机会。

图 53: 渤海机械行业静态 PE (TTM, 整体法)



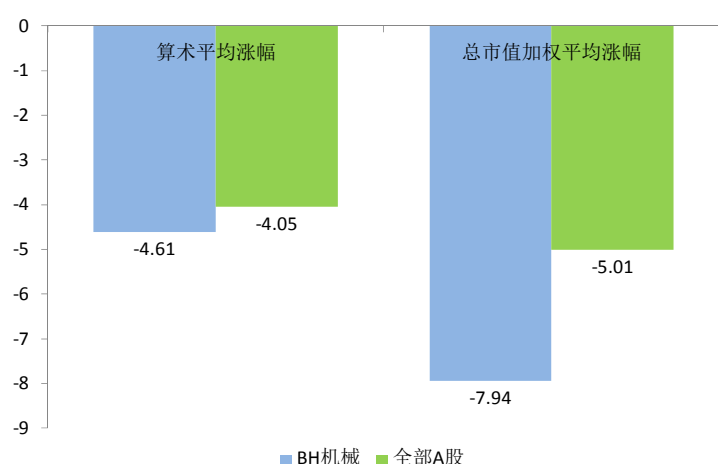
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 55: 月度中小盘指数对大盘股相对表现



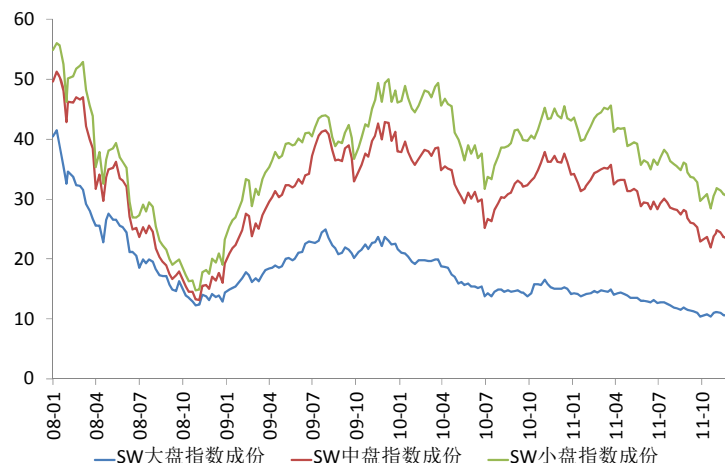
资料来源: 渤海证券研究所

图 57: 11 月机械行业表现



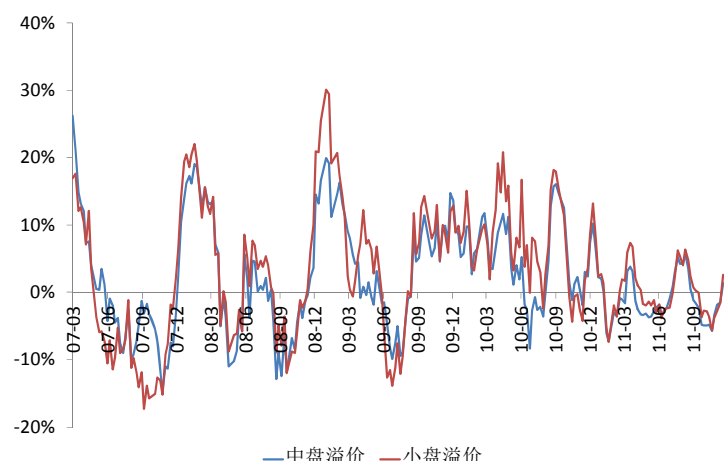
资料来源: 渤海证券研究所

图 54: 申万风格指数静态 PE (TTM, 整体法)



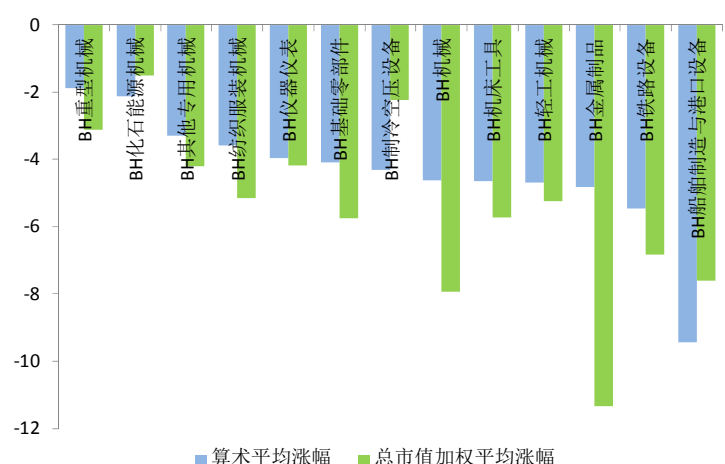
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 56: 两月中小盘指数对大盘股相对表现



资料来源: 渤海证券研究所

图 58: 11 月渤海机械子行业表现



资料来源: 渤海证券研究所

表 1: 机械行业评级

行业	评级	评级变动
机械行业	中性	维持
工程机械	中性	维持
船舶制造与港口设备	看淡	维持
能源机械	看好	维持
铁路设备	中性	维持
重型机械	中性	维持
仪器仪表	中性	维持
机床工具	中性	维持
金属制品	中性	维持
其他专用机械	中性	维持
轻工机械	中性	维持
制冷空压设备	中性	维持
基础零部件	中性	维持

资料来源：渤海证券研究所

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队**朱艳君**

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所**天津**

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn