

2011-12-08

证券研究报告
行业研究 / 固定产品

机械

中性/维持评级

分析师

王轶铭

SAC 执业证书编号:S1000511060003

(0755) 8212 5086

wangyiming@mail.htlhsc.com.cn

肖群稀

SAC 执业证书编号:S1000511090010

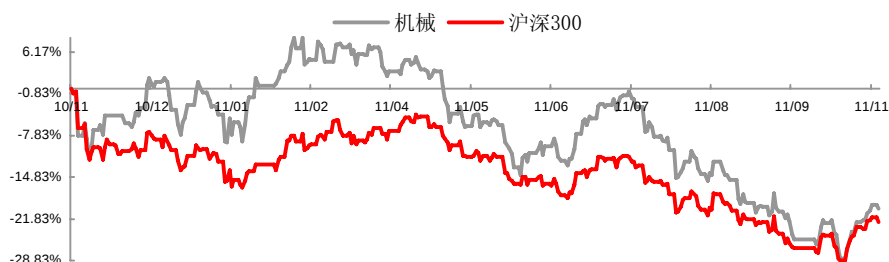
(0755) 8212 5086

xiaoqunxi@mail.htlhsc.com.cn

工程机械 11 月报— 景气继续下滑，启稳尚需时日

- **工程机械板块 11 月反弹力度弱于大盘。**工程机械 11 月份延续弱势格局，工程机械反弹 0.95%，同期上证综指上涨 3.65%，沪深 300 指数上涨 3.41%，整体表现弱于大盘。
- **短期投资下滑趋势未改，中期政策扶持行业投资回升对工程机械行业将形成一定支撑。**政策层面上看，控通胀为目的的紧缩阶段已经过去，未来放松的趋势基本确定，10 月份名义固定资产投资意外反弹。我们维持上月观点，认为在信贷和流动性出现显著放松之前，固定资产投资增速不会全面回升，部分受政策扶持的行业，如铁路、水利投资增速已经逐渐筑底启稳，明年一季度以后有望出现回升，对工程机械起到一定的支撑。
- **工程机械销售仍无起色。**三季度是传统的销售小旺季，但反弹力度远远低于预期：10 月份挖掘机、推土机、压路机、汽车起重机销量同比分别下降 27.8%、14.1%、13%和 5.57%，环比回升幅度相当弱；装载机同比增长 10.8%，环比出现负增长。出口市场同比继续高增长，环比开始下降。工程机械行业景气下滑的趋势没有改变。预计未来 1 个季度，行业基本面尚难出现根本性好转。
- **工程机械板块整体估值水平继续回落。**当前静态滚动 PE 为 10.89X，整体 PB 为 2.2X，估值水平已经处于 2008 年金融危机时期的水平，具备一定的安全边际。尽管投资者依然担心经济下行导致需求下滑的影响，但从中期来看，行业已经进入了寻底过程。短期工程机械板块股价难以走出独立行情，仍将跟随大盘变化。
- **投资建议：**固定资产投资增速将继续下滑，水利、铁路设备投资明年有望启稳，短期内对工程机械的拉动有限，未来 1 个季度内工程机械景气状况难有改善。行业处在寻底的过程中，我们依然建议关注具备品牌优势的龙头企业：三一重工、徐工机械、中联重科、柳工。
- **风险提示：**1、经济不景气程度超预期；2、行业应收款项大幅上升。

最近 52 周行业表现



目 录

一、工程机械板块反弹弱于大盘	4
二、主要经济指标跟踪	5
2.1 固定资产投资短期启稳，长期下滑趋势未改	5
2.2 受政策支持行业的固定资产投资增速有望首先启稳	5
2.3 10月 PMI 指数创新低	5
三、10月份工程机械销量	6
3.1 挖掘机：仍无起色	6
3.2 装载机：相对稳定	8
3.3 起重机：继续回落	10
3.4 推土机：筑底启稳	12
3.5 压路机：继续恶化	12
四、国内出口市场继续发力	13
五、日本（9月）：国内市场增速回落，出口市场稳定增长	14

图表目录

图 1： 工程机械行业与上证综指、沪深 300 指数走势对比	4
图 2： 工程机械行业 PE/PB	4
图 3： 固定资产投资继续减速	5
图 4： 政策性投资增速有所企稳	5
图 5： 房地产投资缓慢下滑	Error! Bookmark not defined.
图 6： 铁路、道路运输业固定资产投资大幅下滑	6
图 7： 采矿行业固定资产投资企稳	Error! Bookmark not defined.
图 8： 水利建设固定资产投资企稳	6
图 9： PMI 指数回落至荣枯分界线附近	6
图 10： 挖掘机行业月度销量	7
图 11： 三一挖掘机月度销量	7
图 12： 柳工挖掘机月度销量	7
图 13： 山河智能挖掘机月度销量	7
图 14： 厦工挖掘机月度销量	7
图 15： 小松挖掘机月度销量	8
图 16： 卡特彼勒挖掘机月度销量	8
图 17： 挖掘机行业重点公司市场占有率	8
图 18： 装载机行业月度销量	9
图 19： 柳工装载机月度销量	9

图 20:	厦工装载机月度销量	9
图 21:	龙工装载机月度销量	9
图 22:	临工装载机月度销量	9
图 23:	装载机行业重点公司市场占有率	10
图 24:	起重机行业月度销量	10
图 25:	汽车起重机行业月度销量	10
图 26:	随车起重机行业月度销量	11
图 27:	履带式起重机行业月度销量	11
图 28:	徐重汽车起重机月度销量	11
图 29:	徐工随车起重机月度销量	11
图 30:	汽车起重机行业重点公司市场占有率	11
图 31:	推土机行业月度销量	12
图 32:	山推推土机月度销量	12
图 33:	推土机行业重点公司市场占有率	12
图 34:	压路机行业月度销量	13
图 35:	徐工压路机月度销量	13
图 36:	压路机行业重点公司市场占有率	13
图 37:	挖掘机行业月度出口量	14
图 38:	装载机行业月度出口量	14
图 39:	推土机行业月度出口量	14
图 40:	日本工程机械行业国内月度销售金额	15
图 41:	日本挖掘机国内月度销售金额	15
图 42:	日本装载机国内月度销售金额	15
图 43:	日本起重机国内月度销售金额	15
图 44:	日本工程机械行业月度出口金额	15
图 45:	日本挖掘机月度出口金额	15
图 46:	日本装载机月度出口金额	Error! Bookmark not defined.
图 47:	日本起重机月度出口金额	Error! Bookmark not defined.
表格 1	工程机械重点公司市场表现及估值比较	4

一、工程机械板块反弹弱于大盘

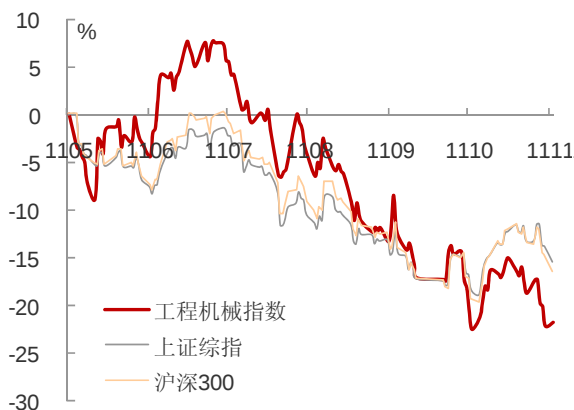
工程机械板块 11 月反弹力度弱于大盘。工程机械 11 月份延续弱势格局，工程机械反弹 0.95%，同期上证综指上涨 3.65%，沪深 300 指数上涨 3.41%，整体表现弱于大盘。行业整体估值水平继续回落，当前静态滚动 PE 为 10.89X，整体 PB 为 2.2X，处于 08 年的最低水平。

表格 1 工程机械重点公司市场表现及估值比较

公司 代码	公司 简称	总市值 亿元	价格 当前	一个月 涨跌幅 %	三个月 涨跌幅 %	年涨 跌幅 %	PE 静态 滚动	PB	EPS 2010 (元)	ROE 2010 %
600031.SH	三一重工	1,045	13.76	-1.83	-15.99	67.31	11.82	9.21	1.11	54.67
000157.SZ	中联重科	693	8.99	-1.09	-15.23	16.81	9.24	2.53	0.80	33.41
000425.SZ	徐工机械	307	14.89	-3.46	-33.12	-14.16	8.13	2.55	2.84	51.18
000528.SZ	柳工	165	14.70	-1.96	-21.71	0.14	10.59	1.96	2.06	32.36
600815.SH	厦工股份	87	11.21	-5.24	-17.16	11.65	13.54	2.75	0.79	23.90
600761.SH	安徽合力	52	12.24	3.34	-7.76	-3.38	12.42	2.12	1.01	15.66
000680.SZ	山推股份	91	11.96	2.38	-15.61	-6.02	13.98	2.27	1.11	23.22
002097.SZ	山河智能	52	12.39	11.25	4.92	-17.43	22.09	3.37	0.48	14.45
600710.SH	常林股份	44	8.33	2.54	-13.13	-15.78	23.16	3.07	0.58	21.36
000923.SZ	河北宣工	18	9.29	15.10	-1.59	-3.33	97.23	2.96	0.10	3.46
002006.SZ	精工科技	82	26.99	-2.27	-30.84	229.19	20.16	20.40	0.63	25.36
002147.SZ	方圆支承	30	11.50	1.57	-11.30	-8.46	27.40	3.48	0.32	16.58
002523.SZ	天桥起重	23	14.31	3.77	-6.04	-34.90	31.11	2.21	0.46	27.03
300103.SZ	达刚路机	22	18.71	9.40	-1.66	-10.69	44.83	3.43	0.80	16.76
行业合计		2,712	-	0.95	-18.34	-13.12	10.89	2.20	0.83	24.5

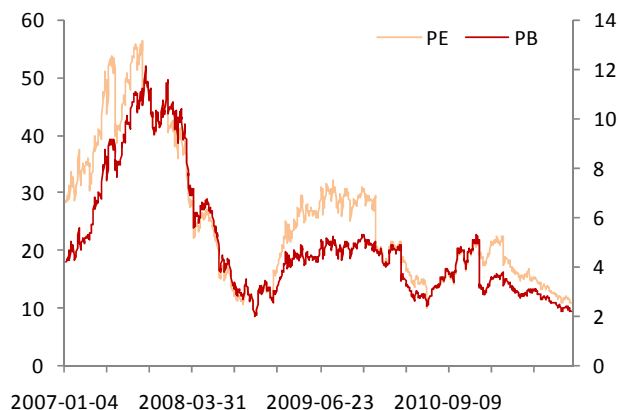
资料来源：WIND、华泰联合证券研究所。数据更新日期:20111031。

图 1： 工程机械行业与上证综指、沪深 300 指数走势对比



资料来源：wind、华泰联合证券研究所

图 2： 工程机械行业 PE/PB



资料来源：wind、华泰联合证券研究所

二、主要经济指标跟踪

2.1 固定资产投资短期启稳，长期下滑趋势未改

1-10 月，名义固定资产投资同比增长 24.9%，与前三季度持平。10 月份名义固定资产投资同比增速为 24.9%，高于 9 月份的 24.3%。我们认为，10 月份名义固定资产投资以外反弹，可能是受到信贷控制小幅放松和铁路项目资金支持加大的推动。

从政策层面上看，央行第三季度货币政策执行报告中的基调有所变化：一方面货币政策适时适度预调微调；二是要“保持物价总水平基本稳定”，不再将控制物价作为首要任务。说明控通胀为目的的紧缩阶段已经过去，未来放松的趋势基本确定，但放松的节奏会有所控制。

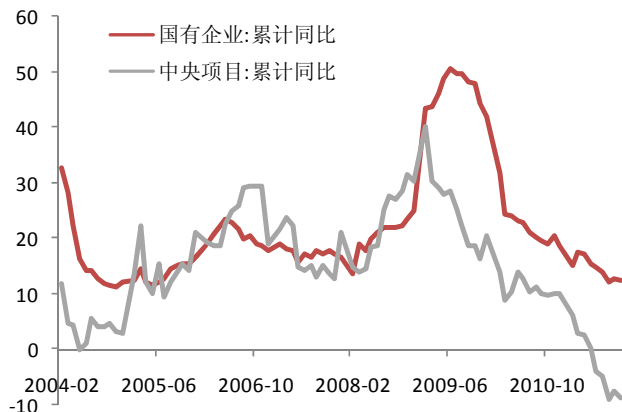
我们维持上月的观点，认为在信贷和流动性出现显著放松之前，固定资产投资增速不会全面回升，但是部分受到政策支持的行业，如铁路设备、水利建设等行业的固定资产投资增速可能在明年一季度以后逐渐启稳回升，从而对工程机械起到一定的支撑作用。

图 3： 固定资产投资继续减速



资料来源：wind、华泰联合证券研究所

图 4： 政策性投资增速有所企稳



资料来源：wind、华泰联合证券研究所

2.2 受政策支持行业的固定资产投资增速有望首先启稳

铁路建设、水利建设投资明年有望企稳。铁道部 1-10 月完成基本建设投资 3985 亿元，同比下降 21.9%，较 1-9 月份的降幅进修扩大，但下降速度已经有所放缓。我们认为当前是铁路投资最坏的阶段，伴随高铁事故调查结束和铁路招标大会的重启，铁路建设将进入新的发展阶段。1-10 月，水利固定资产投资同比增长 17.3%，连续 2 个月启稳。按照水利部提出的“到 2020 年完成水利投资达 4 万亿元”的政策目标，我们预计未来水利建设投资增速将逐渐回升。

2.3 10 月 PMI 指数创新低

10 月份 PMI 指数为 50.4%，创 32 个月以来的新低，显示市场信心仍然不足，经济增速放缓趋势未变。

图 5： 铁路、道路运输业固定资产投资大幅下滑



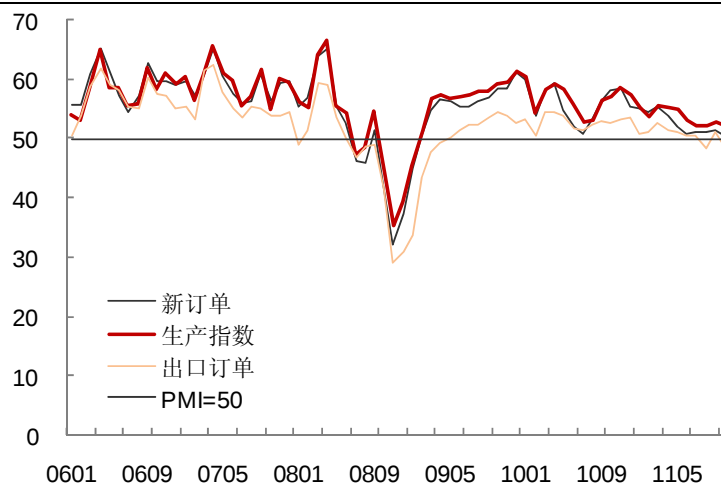
资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

图 6： 水利建设固定资产投资企稳



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

图 7： PMI 指数回落至荣枯分界线附近



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

三、10 月份工程机械销量

3.1 挖掘机：仍无起色

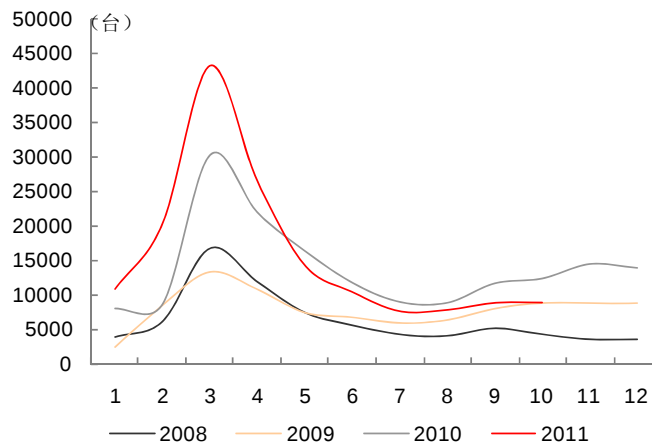
3.1.1 挖掘机销售仍无起色

三、四季度是传统的销售小旺季，但 8、9 月份的反弹力度大大低于预期，10 月份仍然没有起色。10 月份，主要生产厂家共销售挖掘机 8,922 台，同比下降 27.8%，较 9 月份降幅（-23.9%）扩大；单月环比与 9 月持平。前三个季度，累计销售 16.1 万台，同比增长 16.2%，自 2 月至高点以来，已连续 8 个月出现下滑。

3.1.2 重点公司销售跟踪

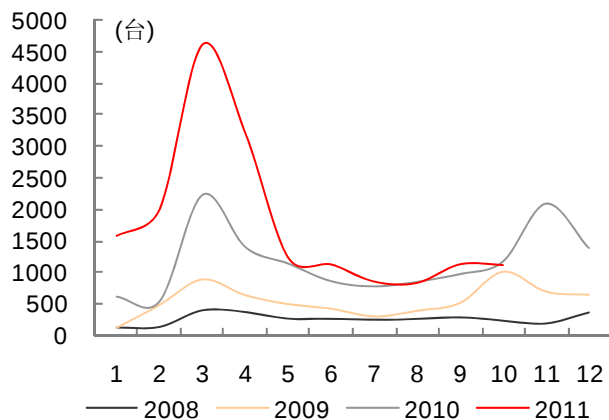
三一挖掘机 10 月销量同比下降 6%，在挖掘机品牌中降幅最小。三一挖掘机销量自今年 6 月份以来，连续 5 个月蝉联月度销售冠军，市场份额（11.14%）不断提高，直逼小松（11.82%）。

图 8： 挖掘机行业月度销量



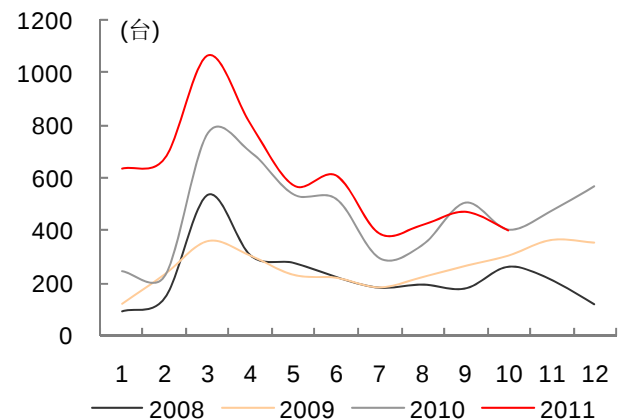
资料来源：工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 9： 三一挖掘机月度销量



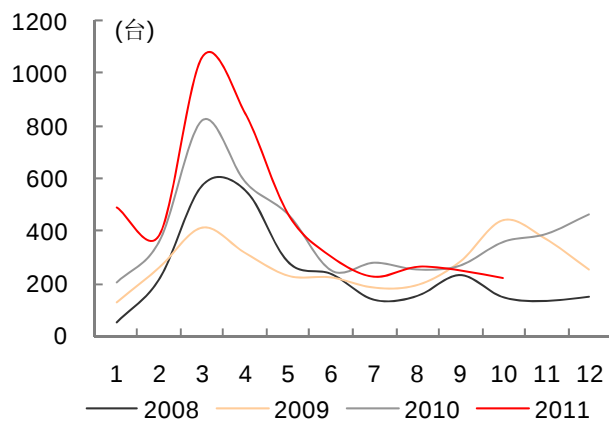
资料来源：工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 10： 柳工挖掘机月度销量



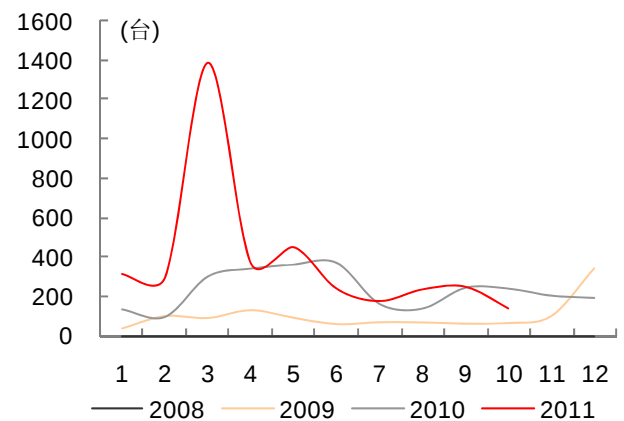
资料来源：工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 11： 山河智能挖掘机月度销量



资料来源：工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 12： 厦工挖掘机月度销量



资料来源：工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 13: 小松挖掘机月度销量

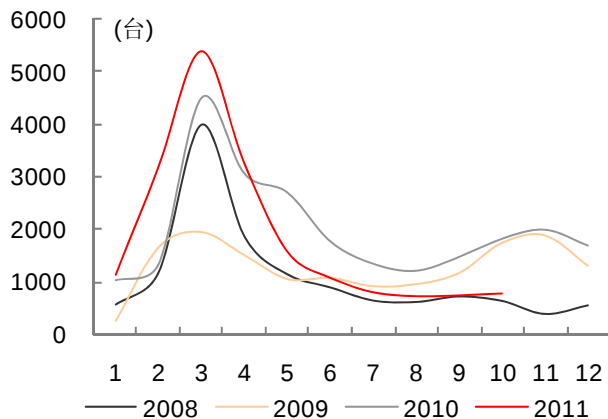


图 14: 卡特彼勒挖掘机月度销量

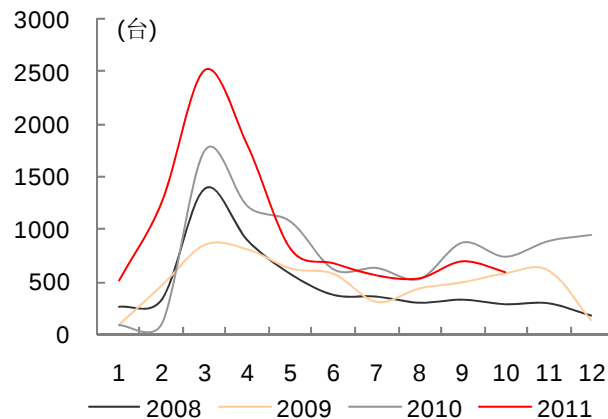
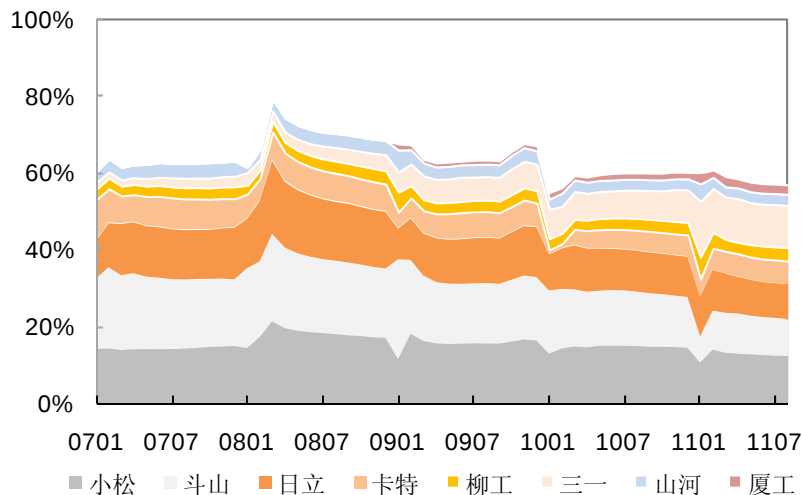


图 15: 挖掘机行业重点公司市场占有率



资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

3. 2 装载机: 相对稳定

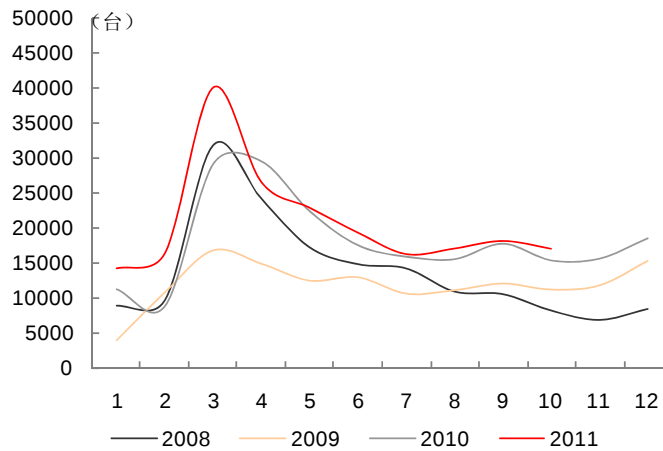
3.2.1 装载机销售增速相对稳定

10 月份, 主要生产厂共销售装载机 1.69 万台, 同比增长 10.8%; 单月环比销量下降 7.33%。前三季度, 合计销售装载机 20.9 万台, 同比增长 14.6%。相对于工程机械其他产品, 装载机销售增速相对稳定。

3.2.2 重点公司销售跟踪

1-10 月, 龙工以 35853 台的销量领先其他品牌; 柳工、厦工、临工的累计销量也都突破 30000 台。其中, 厦工本月发力, 成为 10 月唯一销量超过 3000 台的品牌。

图 16: 装载机行业月度销量



资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 17: 柳工装载机月度销量

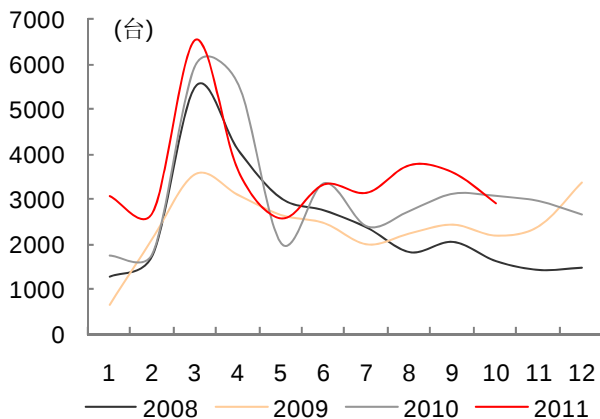


图 18: 厦工装载机月度销量

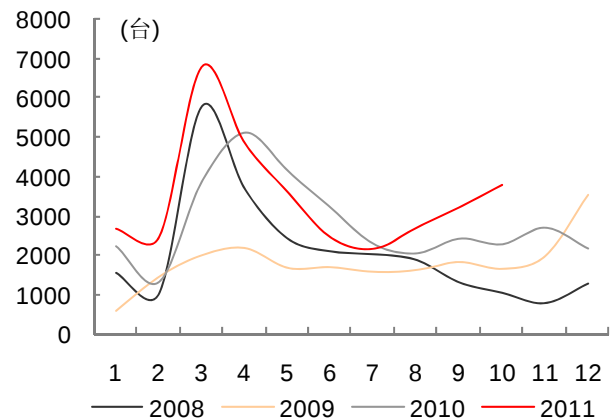


图 19: 龙工装载机月度销量

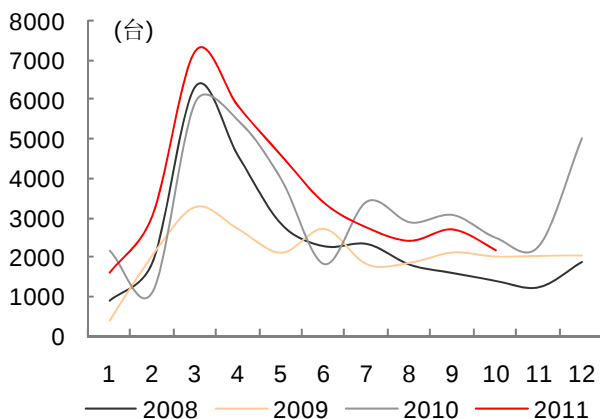
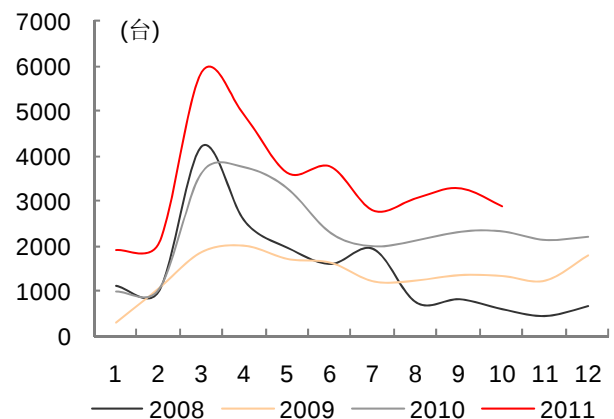


图 20: 临工装载机月度销量



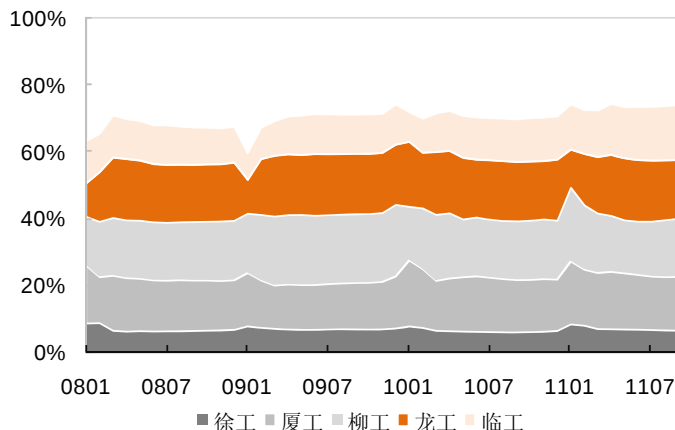
资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

3.2.3 市场份额

装载机市场集中度进一步增强，四家一线品牌的市场份额达到 67.10%，高于去年同期 65.77% 的份额。与去年同期比，临工市场份额迅速上升，厦工略有增长，龙工、柳工份额出现下滑，各品牌的市场占有率进一步趋同，竞争更加激烈。

图 21： 装载机行业重点公司市场占有率



资料来源：工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

3. 3 汽车起重机：继续回落

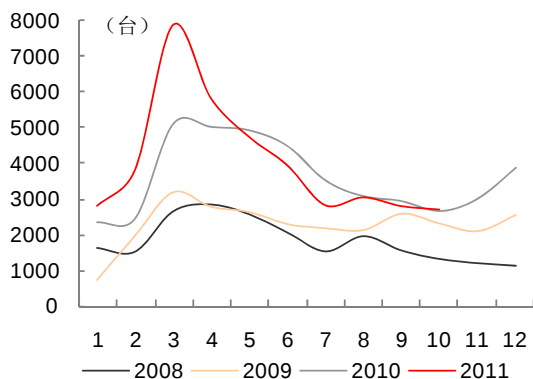
3.3.1 汽车起重机销售增速继续回落

10 月份，汽车起重机销售 1934 台，同比下降 5.93%，环比下降 4.21%，降幅收窄；履带起重机销售 119 台，同比下降 4.03%，环比下降 26.09%；随车起重机销售 570 台，同比增长 16.56%，环比增长 6.94%。

3.3.2 重点公司销售跟踪

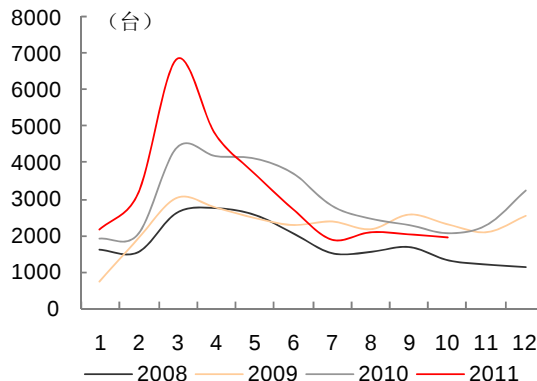
10 月份，徐工汽车起重机销售同比下降 5.6%，降幅收窄，环比下降 5.6%；1-10 月，累计销售 15950 台，同比增长 5.01%。中联销售同比增长 33.6%，环比增长 6%，1-10 月，同比增长 8%；三一重工销售同比增长 29%，环比基本持平，1-10 月，同比增幅为 87.27%，保持翻倍增长的发展速度。

图 22： 起重机行业月度销量



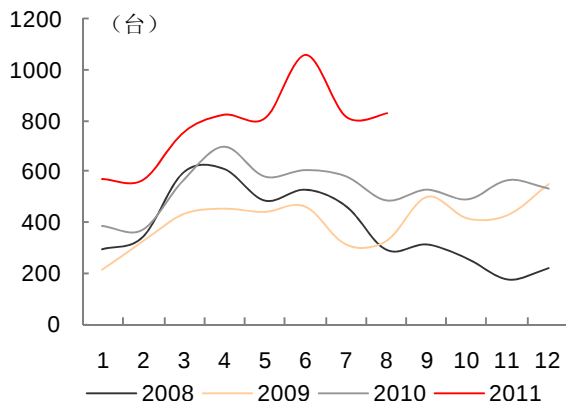
资料来源：工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 23： 汽车起重机行业月度销量



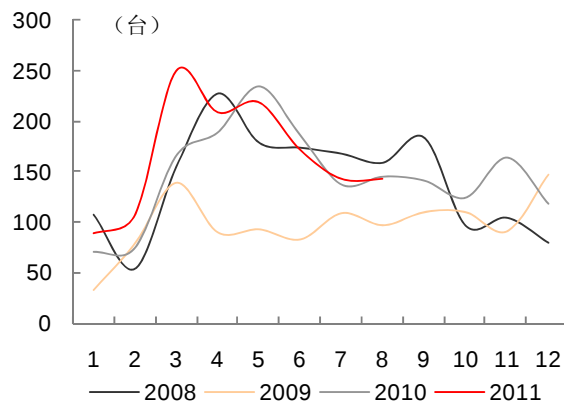
资料来源：工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 24: 随车起重机行业月度销量



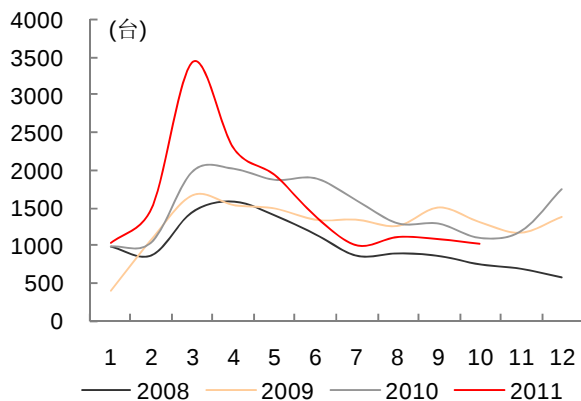
资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 25: 履带式起重机行业月度销量



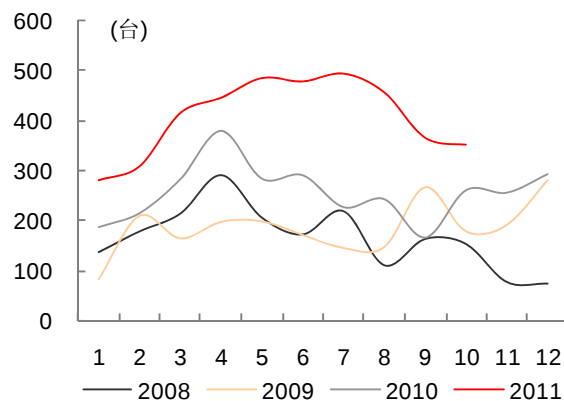
资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 26: 徐重汽车起重机月度销量



资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 27: 徐工随车起重机月度销量

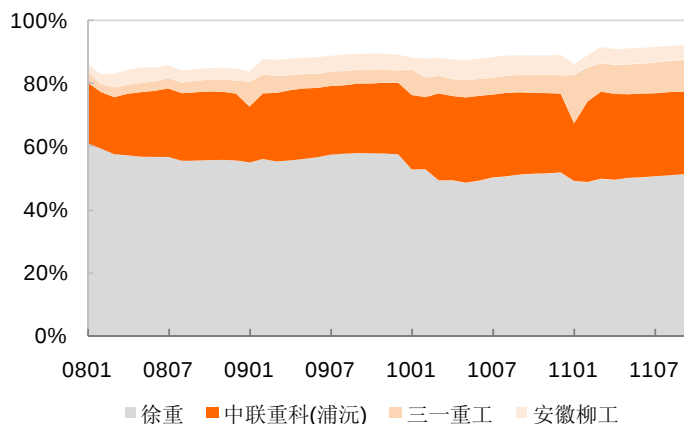


资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

3.3.3 市场份额

从趋势上看, 行业集中度进一步增强, 二、三线品牌被边缘化。汽车起重机市场竞争格局为“绝对独占型”, 徐工重型处于独占地位, 三一份额迅速提高, 中联重科市场份额受到三一与徐工的双重挤压。

图 28: 汽车起重机行业重点公司市场占有率



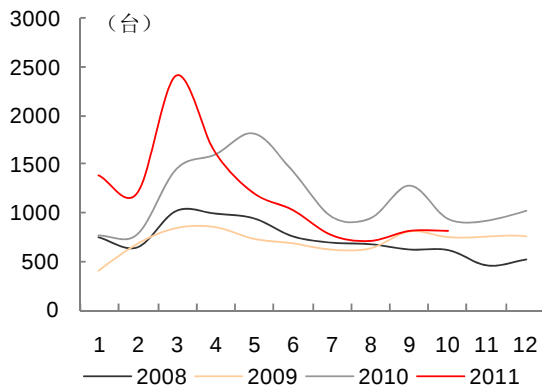
资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

3.4 推土机：筑底过程中

10 月份，主要生产厂家共销售推土机 805 台，同比下降 14.1%，单月环比持平。1-10 月，累计销售推土机 1.19 万台，同比持平。

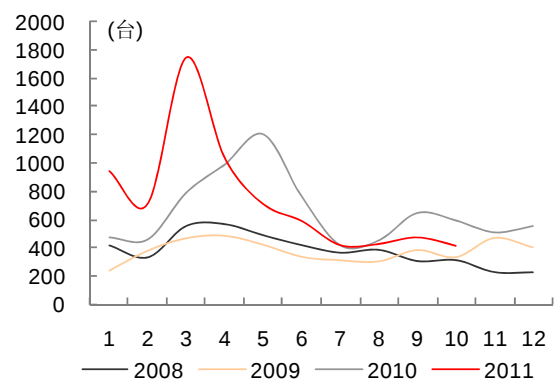
10 月份，山推销售推土机 416 台，同比下降 30.3%，降幅大幅扩大，单月环比下降 12.6%。1-10 月，山推累计销售 7,499 台，同比增长 9.86%，增速继续收窄。山推的市场占有率为 63.08%，略有下降，但垄断地位无法动摇。

图 29：推土机行业月度销量



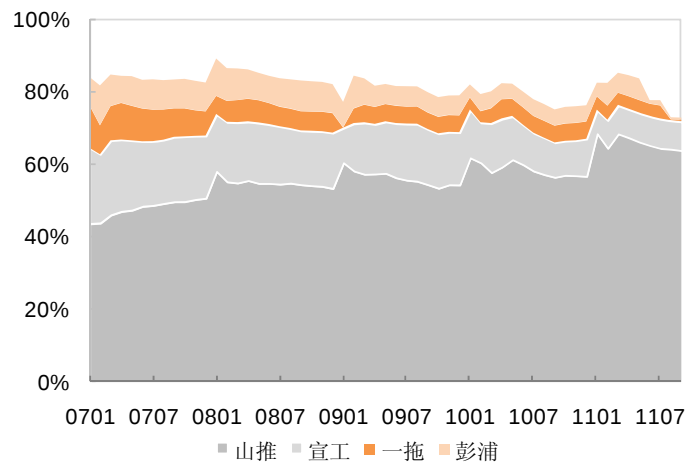
资料来源：工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 30：山推推土机月度销量



资料来源：工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 31：推土机行业重点公司市场占有率



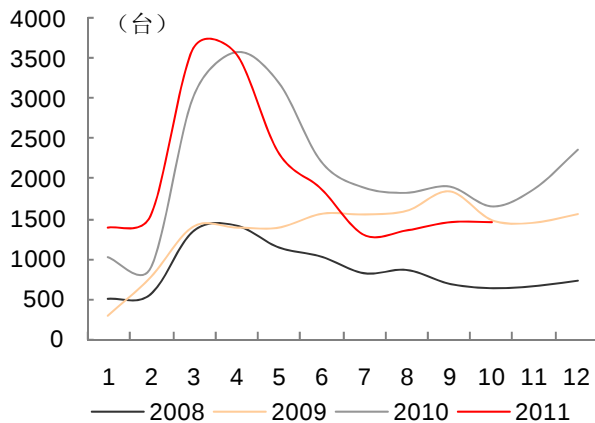
资料来源：工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

3.5 压路机：继续恶化

10 月份，压路机共销售 1198 台，同比下降 27.79%，环比下降 16.92%。其中，徐工压路机销售 207 台，同比下降 48.0%，单月环比下降 34.3%。1-10 月，累计销售同比下降 22.1%。

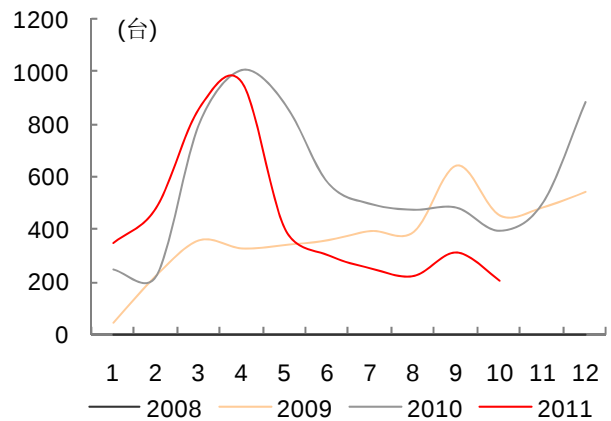
市场对高端压路机的需求呈上升趋势。徐工压路机为代表的国内品牌的市场占有率持续下滑，外资品牌戴纳派克、宝马格、维特根悍马、沃尔沃的增幅高于行业平均水平。

图 32: 压路机行业月度销量



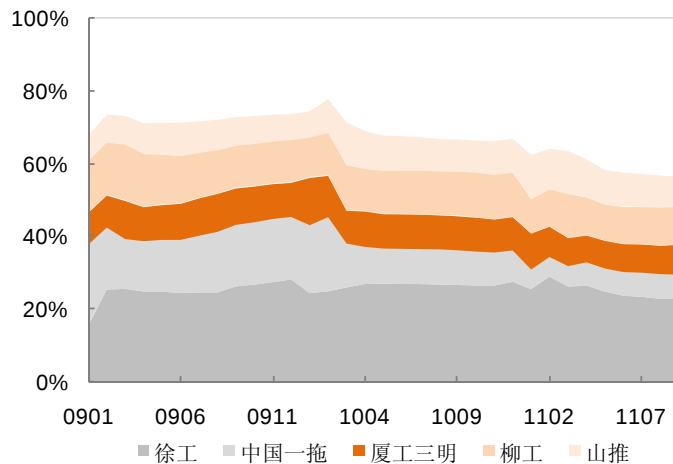
资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 33: 徐工压路机月度销量



资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 34: 压路机行业重点公司市场占有率



资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

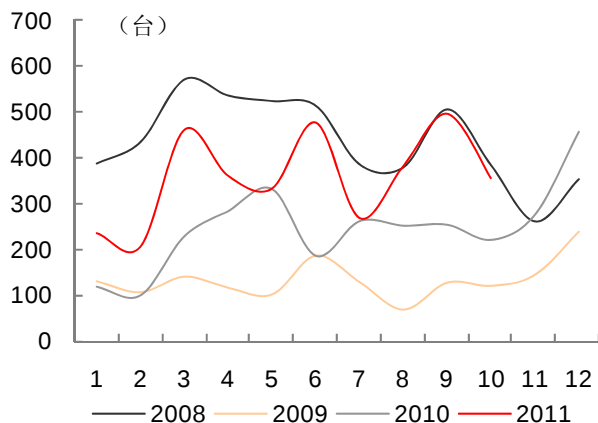
四、出口市场: 同比继续高增长, 环比下降

10 月份, 挖掘机出口 355 台, 同比增长 60.6%, 依然维持高速增长, 环比下降 28.3%。1-10 月, 累计出口挖掘机 3568 台, 占总销量的 4%, 同比大幅增长 59.4%。

10 月份, 装载机出口 1717 台, 同比增长 22.99%, 环比下降 20.36%。1-10 月, 累计出口装载机 20,546 台, 占总销量的 9.82%, 同比增长 66.67%, 增幅远高于国内销量; 1-10 月装载机出口量已经超过 2010 年全年的总出口量。

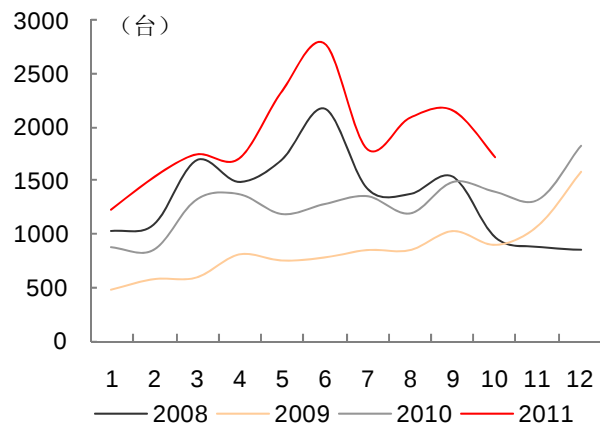
10 月份, 推土机出口 304 台, 同比增长 72.73%, 环比下降 16.25%。1-10 月, 推土机累计出口销售 3043 台, 同比增长 56.61%, 占总销量的 25.74%。

图 35: 挖掘机行业月度出口量



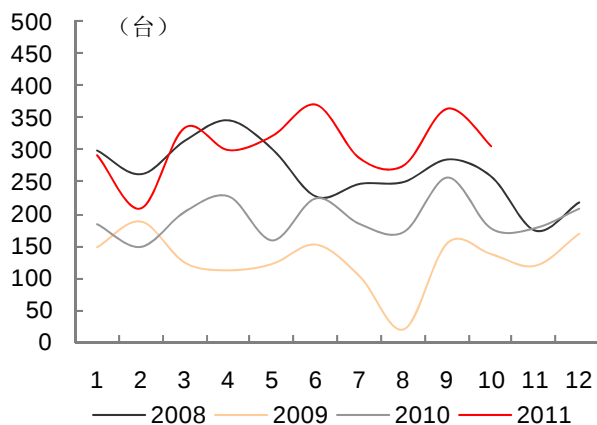
资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 36: 装载机行业月度出口量



资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 37: 推土机行业月度出口量

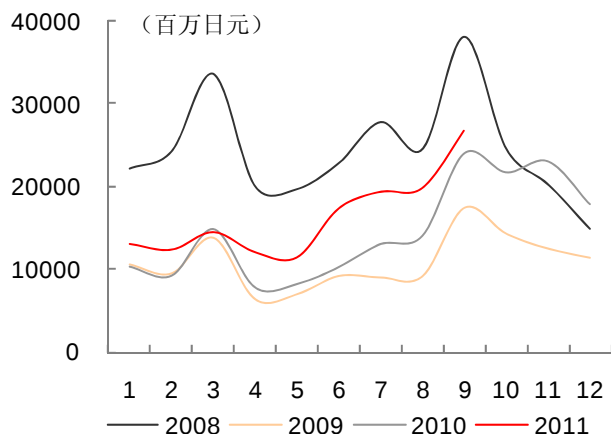


资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

五、日本（9月）：国内市场增速回落，出口市场稳定增长

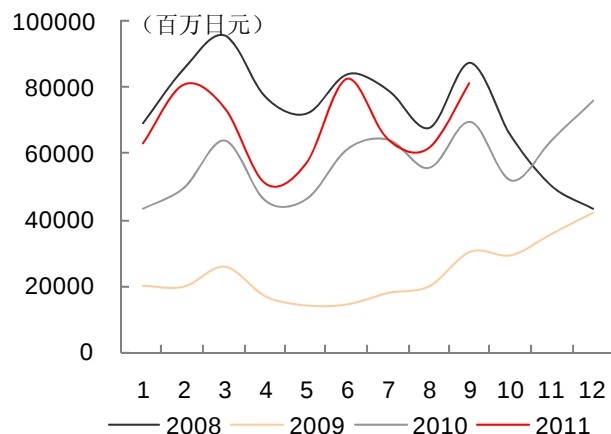
9月份，日本挖掘机、装载机和汽车起重机国内销售同比增速分别为9.9%、-18%和3.7%，增速均出现大幅回落；装载机出口市场增速大幅收窄，但依然有18%的增速，挖掘机和汽车起重机出口市场同比维持高速增长。

图 38: 日本挖掘机国内月度销售金额



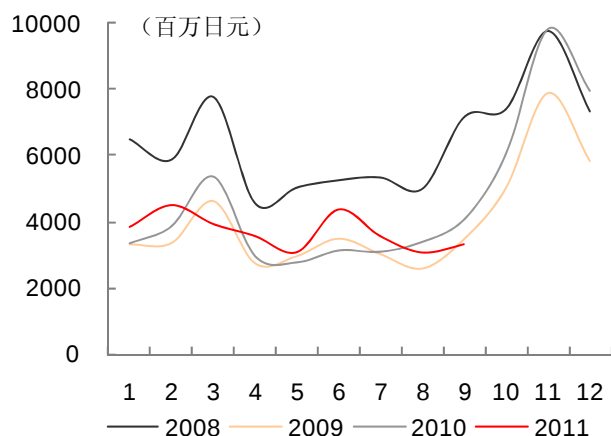
资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 39: 日本挖掘机月度出口金额



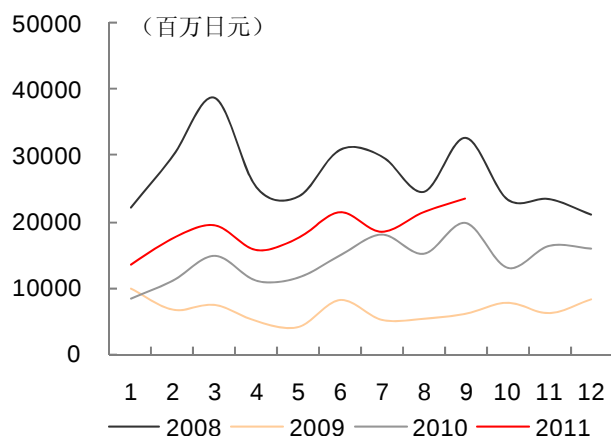
资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 40: 日本装载机国内月度销售金额



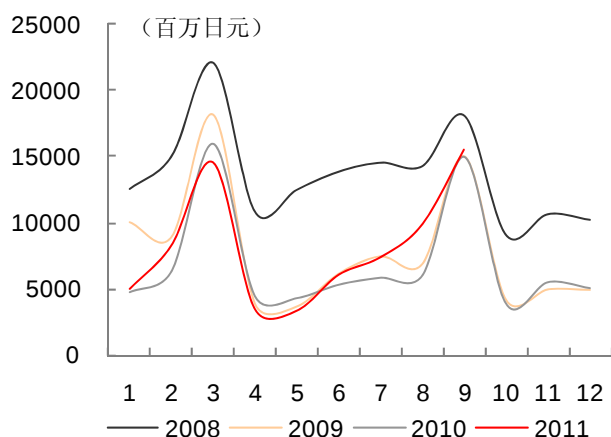
资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 41: 日本装载机月度出口金额



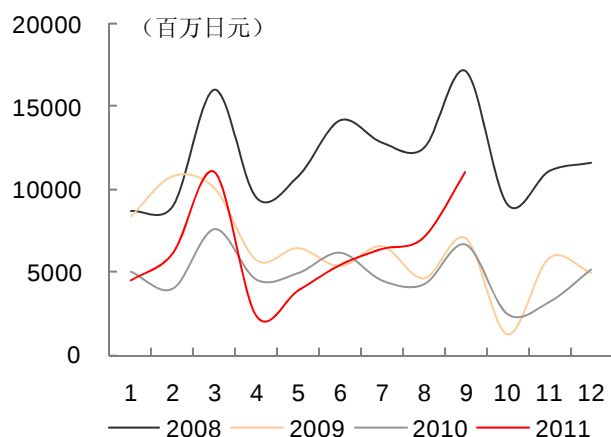
资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 42: 日本起重机国内月度销售金额



资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所

图 43: 日本起重机月度出口金额



资料来源: 工程机械商贸网、华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码：518048
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn