



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
证券研究报告

2011 年 12 月 19 日

机械

研究部

吴慧敏¹

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511030004
wuhm@cicc.com.cn

行业需求仍处低迷期

11 月份挖掘机销售数据点评

行业近况:

2011 年 11 月，挖掘机行业销量约为 9,068 台，单月同比下降 33.1%，降幅较 10 月份进一步扩大 5.3 个百分点，环比 10 月份基本持平（下降 1.1%），1-11 月挖掘机行业累计销量 16.7 万台，同比增长 9.6%。

评论:

- 1) **同比降幅进一步扩大，行业需求仍处在低迷期。**11 月份市场整体销量仍维持低位，环比 10 月份持平，符合过去十年的平均趋势，但由于 2010 年 11 月基数较高，导致今年 11 月份同比降幅进一步扩大。我们认为，一方面源于基建等真实需求尚未显著出现；另一方面，信贷紧缩的背景下，厂商谨慎促销、代理商缓慢消化库存也是原因之一。往前看，我们预计 2011 年挖掘机全行业销量同比增速有望达到 6%-8%，短期内行业趋势难以出现显著改善，销量正增长有望在明年二季度出现；
- 2) **市场结构上，三一重工一枝独秀，外资品牌全面落败：**11 月份，三一重工销量仍实现 50%以上高增长²，柳工销量同比增长 8.0%，厦工小幅下降 4.4%，山河智能、龙工分别同比下降 41.2%和 60.5%；外资品牌方面，卡特彼勒销量同比下降 36.1%，小松、日立、斗山、现代同比下降幅度均超过 40%；1-11 月份累计销量上看，国产品牌仍维持正增长，其中，三一重工 1-11 月累计增长超过 60%，而外资品牌普遍同比下降（卡特彼勒除外）。1-11 月国产品牌市场份额已达到 40.4%，相比于 2010 年显著提升 10.4 个百分点；
- 3) **产品结构上，“两头忙，中间落”：**从产品类型上划分，大吨位（30 吨及以上）和小吨位（13 吨及以下）相对高增长，1-11 月份大吨位、小吨位挖掘机分别同比增长 26.8%、22.2%；源于大吨位主要应用于煤炭、矿山领域，相关固定资产投资仍保持稳定增长，小吨位主要应用于城市小型市政建设及农村基建建设，需求稳定；而中型挖掘机（13 吨-30 吨）要用于铁路、公路、港口等城市大型基础设施建设，需求疲弱，1-11 月份累计销量仅同比增长 0.3%；
- 4) **区域结构上，国内需求疲软，出口仍维持强劲：**区域上看，11 月份出口销量同比增长 76.6%，而国内销量同比下降近 35%；东部、西部和中部地区分别同比下降 41.4%、33.2%、29.5%；从省份上看，11 月份部分增速较高的省份仍集中在西部，前三名分别是西藏（64.3%）、山西（17.1%）、新疆（11.4%），源于低基数效应和基建需求相对旺盛。

估值与建议:

A 股工程机械板块对应 2011、2012 年平均 PE 估值分别为 10.1 和 8.1 倍，龙头公司三一重工和中联重科对应 2011 年的 PE 估值分别为 9.6 和 7.7 倍，位于合理估值区间低端；H 股中联重科 2011、2012 年 PE 估值分别为 6.9 和 5.5 倍，我们认为当前股价已经充分反映未来悲观预期，建议投资者逢低介入。

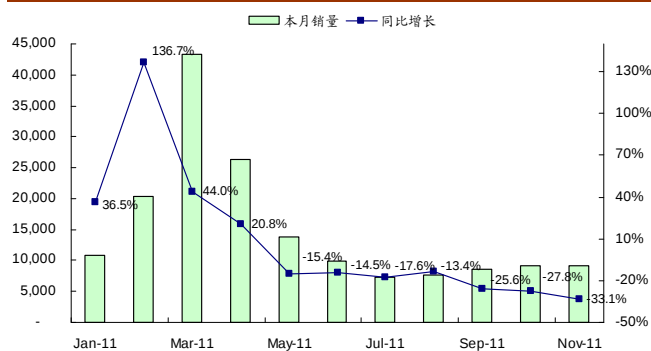
风险提示:

宏观调控及货币紧缩政策超出预期；钢材价格上涨影响毛利率水平；客户违约比例增加带来坏账风险。

¹ 报告贡献人：张生明(zhangsm3@cicc.com.cn)

² 三一重工 2010 年 11 月销量数据相对之前工程机械商贸网披露的数据有所修正，详见报告正文；

图表 1: 2011 年 1-11 月份挖掘机单月销量及同比增长



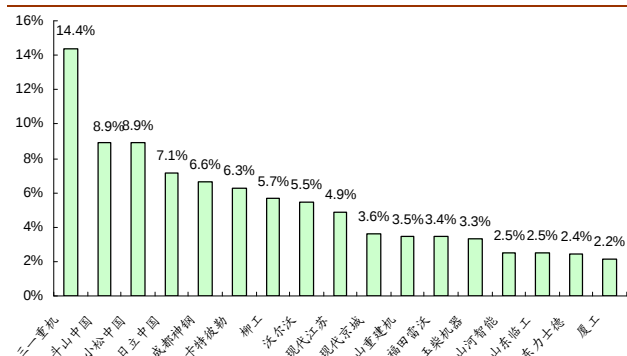
资料来源：中国工程机械工业协会，工程机械商贸网，中金公司研究部

图表 4: 2011 年 1-11 月份挖掘机累计销量及同比增长



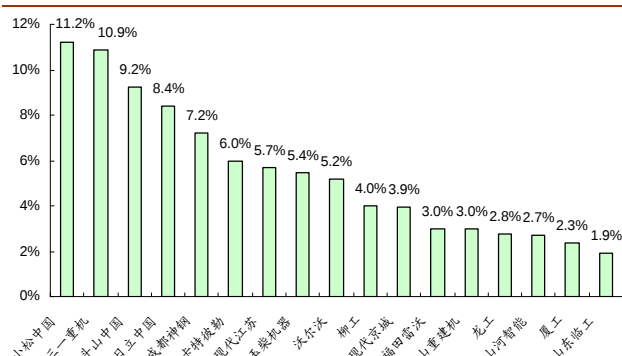
资料来源：中国工程机械工业协会，工程机械商贸网，中金公司研究部

图表 2: 2011 年 11 月份挖掘机单月销量市场份额



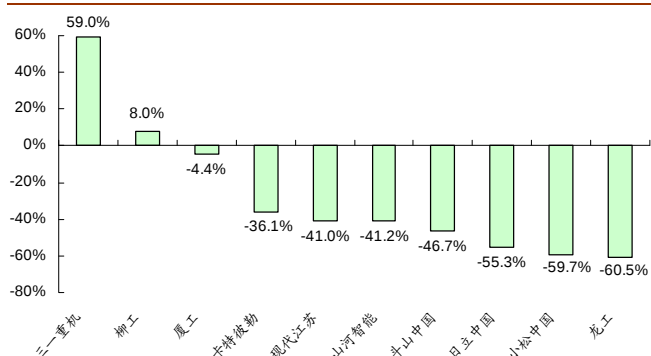
资料来源：中国工程机械工业协会，工程机械商贸网，中金公司研究部

图表 5: 2011 年 1-11 月份挖掘机累计销量市场份额



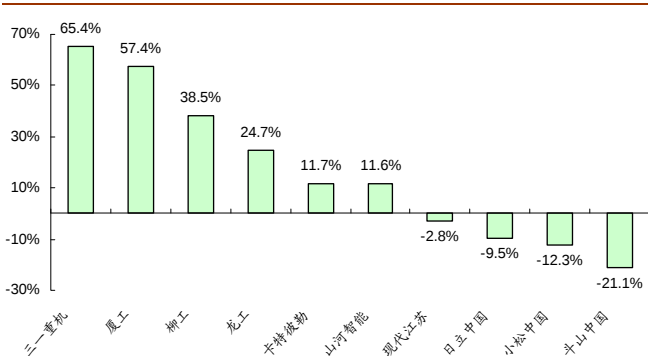
资料来源：中国工程机械工业协会，工程机械商贸网，中金公司研究部

图表 3: 2011 年 11 月份各公司挖掘机单月销量同比增速



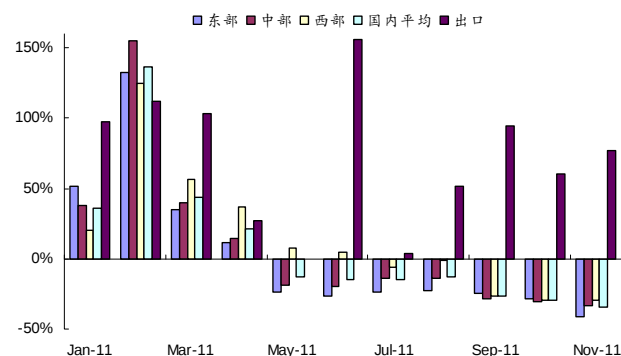
资料来源：中国工程机械工业协会，工程机械商贸网，中金公司研究部

图表 6: 2011 年 1-11 月各公司挖掘机累计销量同比增速



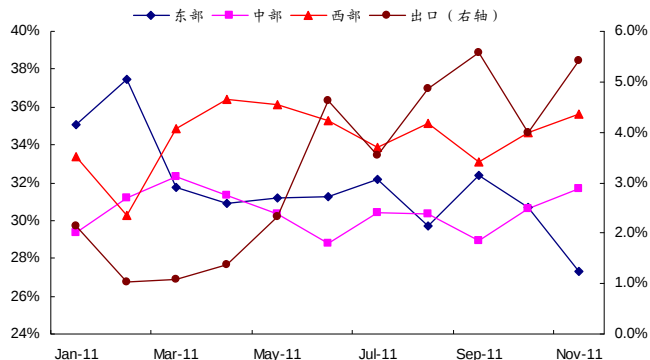
资料来源：中国工程机械工业协会，工程机械商贸网，中金公司研究部

图表 7: 2011 年 11 月份挖掘机分区域销售增速



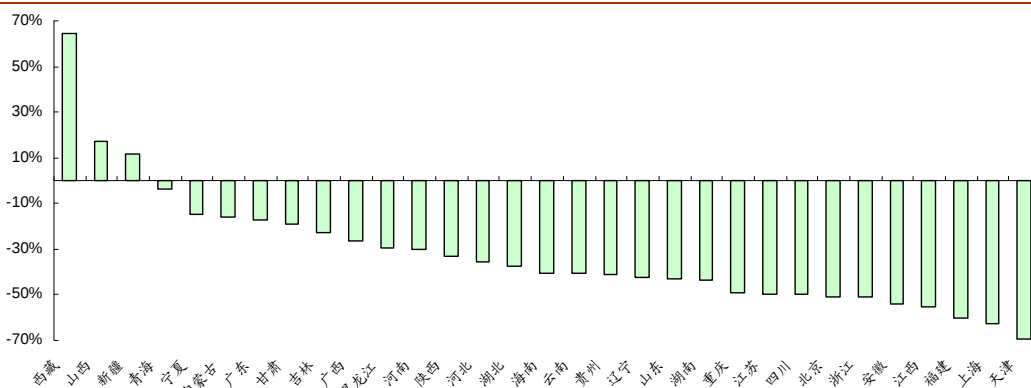
资料来源：中国工程机械工业协会，工程机械商贸网，中金公司研究部

图表 8: 2011 年 11 月份挖掘机分区域销售占比



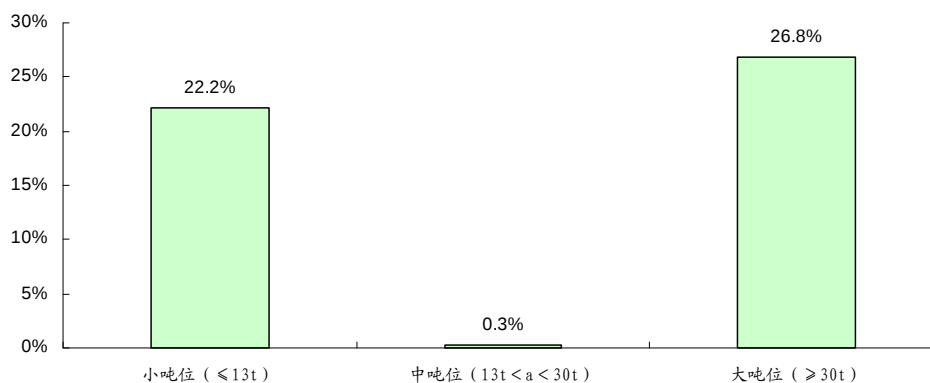
资料来源：中国工程机械工业协会，工程机械商贸网，中金公司研究部

图表 9: 2011 年 11 月份各省市挖掘机销量同比增速



资料来源：中国工程机械工业协会，工程机械商贸网，中金公司研究部

图表 10: 2011 年 1-11 月分吨位挖掘机销量增速



资料来源：中国工程机械工业协会，工程机械商贸网，中金公司研究部

图表 11: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	货币	股价	市值	EPS			PE			PB		
			2011-12-16	(百万美元)	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
工程机械													
三一重工	600031.SH	RMB	11.6	13,929	0.74	1.21	1.56	15.7	9.6	7.5	7.8	4.9	3.3
中联重科-A	000157.SZ	RMB	7.5	8,949	0.61	0.97	1.22	12.4	7.7	6.1	2.1	1.7	1.4
中联重科-H	1157.HK	HKD	8.3	8,949	0.72	1.20	1.51	11.5	6.9	5.5	2.0	1.5	1.3
柳工	000528.SZ	RMB	11.8	2,092	1.37	1.46	1.76	8.6	8.1	6.7	1.6	1.3	1.1
龙工*	3339.HK	HKD	2.6	1,447	0.49	0.51	0.54	5.4	5.1	4.9	1.8	1.3	1.1
山推股份*	000680.SZ	RMB	9.2	1,099	1.11	1.09	1.42	8.3	8.5	6.5	1.7	1.6	1.3
厦工股份*	600815.SH	RMB	8.4	1,028	0.79	0.98	1.21	10.6	8.5	6.9	2.1	1.6	1.4
山河智能	002097.SZ	RMB	10.6	699	0.48	0.60	0.74	21.9	17.5	14.2	2.9	2.5	2.2
安徽合力	600761.SH	RMB	9.9	666	0.85	0.92	1.11	11.7	10.7	8.9	1.7	1.5	1.3
平均值								11.8	9.2	7.5	2.6	2.0	1.6
中值								11.5	8.5	6.7	2.0	1.6	1.3
煤炭机械													
天地科技*	600582.SH	RMB	18.9	3,010	0.84	0.98	1.24	22.4	19.2	15.2	5.8	3.7	2.9
郑煤机	601717.SH	RMB	26.7	2,941	1.26	1.71	2.21	21.1	15.6	12.0	3.7	3.1	2.5
三一国际	0631.HK	HKD	7.0	2,812	0.26	0.35	0.46	27.4	20.0	15.3	3.9	3.3	2.8
国际煤机	1683.HK	HKD	8.3	1,380	0.32	0.46	0.59	25.8	18.0	14.1	3.2	2.7	2.4
山东矿机*	002526.SZ	RMB	15.0	631	0.51	0.60	1.05	29.4	25.2	14.3	2.2	2.0	1.8
林州重机*	002535.SZ	RMB	11.2	730	0.25	0.45	0.79	44.3	24.8	14.2	10.2	2.8	2.6
ERA*	8043.HK	HKD	0.8	592	0.02	0.03	0.06	34.1	25.3	14.7	3.8	3.3	2.7
尤洛卡*	300099.SZ	RMB	27.4	446	0.60	0.95	1.29	45.5	28.8	21.3	4.3	3.9	3.3
平均值								31.2	22.1	15.1	4.6	3.1	2.6
中值								28.4	22.4	14.5	3.8	3.2	2.6
铁路设备													
中国南车	601766.SH	RMB	4.9	8,961	0.21	0.32	0.42	22.9	15.5	11.7	3.0	2.4	1.9
中国南车-H	1766.HK	HKD	5.4	8,961	0.25	0.39	0.51	21.1	13.8	10.4	2.8	2.1	1.7
中国北车	601299.SH	RMB	4.6	5,964	0.23	0.32	0.41	19.8	14.1	11.0	1.7	1.5	1.3
南车时代*	3898.HK	HKD	17.3	2,416	0.94	1.42	1.64	18.5	12.2	10.6	3.6	2.8	2.4
赛晶电子*	580.HK	HKD	0.5	91	0.03	0.05	0.09	15.9	9.6	5.6	0.7	0.6	0.6
平均值								19.6	13.0	9.9	2.3	1.9	1.6
中值								19.8	13.8	10.6	2.8	2.1	1.7
海洋工程、高端工业装备													
中国船舶	600150.SH	RMB	26.1	4,357	2.46	2.65	2.94	10.6	9.9	8.9	1.7	1.5	1.3
中集集团	000039.SZ	RMB	12.8	3,926	1.13	1.56	1.85	11.3	8.2	6.9	2.1	1.7	1.4
振华重工	600320.SH	RMB	5.1	2,978	-0.16	0.07	0.30	n.a.	78.6	17.1	1.5	1.4	1.3
陕鼓动力	601369.SH	RMB	11.6	2,983	0.41	0.49	0.66	28.5	23.3	17.4	3.9	3.5	3.0
杭氧股份	002430.SZ	RMB	23.5	2,223	0.59	0.86	1.20	39.8	27.2	19.5	5.9	4.8	3.9
上海佳豪	300008.SZ	RMB	13.0	298	0.42	0.56	0.74	30.5	23.1	17.6	3.9	3.5	3.1
平均值								24.1	28.4	14.6	3.2	2.7	2.3
中值								28.5	23.2	17.3	3.0	2.6	2.2
整体平均值								22.9	16.1	10.7	3.2	2.4	2.0
整体中值								20.5	12.6	10.1	2.8	2.1	1.7

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部; 注: *公司我们没有覆盖, 采用市场一致预期, 由于法律或公司政策原因, 我们暂不对中国南车、中国北车进行评论, 其相关预测数据也采用市场一致预期

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED