

盈利与估值齐升

投资性周期性行业2010年策略



分析员：罗炜，王黎明、吴慧敏

2009 年11月

Disclaimer

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及完整性不作任何保证。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

目 录

第一章	投资策略及主要假设	3
第二章	钢铁：底部确认，震荡上行	11
第三章	水泥：机会在上半年	22
第四章	大机械：首选早周期、选择性投资晚周期	29
第五章	工程机械：经济复苏初期，坚定持有	42
第六章	建筑工程：周期性与防御性并存	53

中金宏观观点

- 2010年中国经济呈V型：
今年底明年初环比增速有望加速，主要受益于出口和消费。
- 投资增速放缓，政府投资比例下降，但私人部门、尤其是房地产投资好转；出口明显好转，消费（尤其是居民消费）稳步上升，拉动内需。
- 如果美国明年下半年增速下降影响我国出口，政府可以通过加大财政力度、提高政府投资来保持经济增长。

中国主要宏观经济指标预测

实际同比增速 % (除非额外注明)	2007	2008	2009F	2009上半年	2009下半年	2010F	2010上半年	2010下半年
GDP	13.0	9.0	8.4	7.1	9.7	8.8	9.0	8.6
最终消费支出	10.9	9.8	9.2	8.6	9.6	9.6	9.8	9.4
城镇居民	11.6	8.5	8.8	8.4	9.2	8.8	9.1	8.5
农村居民	8.2	9.0	9.5	8.7	10.3	10.5	10.8	10.2
政府	11.4	12.0	9.4	8.8	10.0	10.0	10.0	10.0
资本形成总额	13.7	11.4	15.6	16.2	14.1	10.1	10.1	10.2
私人	14.1	11.4	10.0	9.4	10.6	10.5	11.0	10.0
政府	10.8	11.1	60.0	70.0	50.0	8.0	5.0	11.0
出口	19.8	8.5	-12.0	-17.0	-7.0	8.0	10.0	6.0
进口	13.9	8.0	-10.0	-12.0	-8.0	8.0	10.0	6.0
净出口（对GDP增速的贡献）	2.6	0.8	-1.6	-2.9	-0.3	0.5	0.6	0.4
参考项目								
社会消费品零售总额	12.5	17.4	16.6	16.5	16.7	17.0	17.2	16.8
城镇固定资产投资	21.5	15.8	38.3	36.6	40.0	18.0	17.0	19.0
CPI	4.8	5.9	-0.8	-1.1	-0.6	3.5~5.0	2.5~4	4.5~6
非食品	1.1	1.5	-1.2	-1.4	-1	1.5~2.0	1.3~1.9	1.7~2.1
食品	12.3	14.7	0	-0.1	0.1	7.7~11.2	5.0~8.5	10.4~13.9
PPI	3.1	6.9	-5.6	-5.9	-5.3	6~8	7-9	5-7
电力消费	15.3	5.2	2.0	-1.7	6.0	6.5	8.0	5.0
人民币对美元（年末值）	7.30	6.82	6.83	6.83	6.83	6.61	6.70	6.61

资料来源：中金公司研究部

2010年，房建市场复苏，基建市场高峰回落

- 房地产市场逐步复苏，基建在政府逐步退出下，增长将显著放缓

我们对2010年投资的判断

		05A	06A	07A	08A	09E	10E
城镇固定资产投资	十亿元	7,510	9,337	11,741	14,817	19,706	24,436
YoY%			24.3%	25.8%	26.2%	33.0%	24.0%
房地产开发投资	十亿元	1,576	1,938	2,528	3,058	3,517	4,220
YoY%			23.0%	30.4%	21.0%	15.0%	20.0%
房地产新开工面积	百万平方米	668	781	946	976	1,025	1,178
YoY%			16.9%	21.1%	3.2%	5.0%	15.0%
基础建设投资		705	865	915	1,096	1,600	1,805
YoY%			22.7%	5.7%	19.8%	46.0%	12.8%
其中：铁路	十亿元	88	155	177	338	600	700
YoY%		70.5%	76.4%	14.1%	90.5%	77.7%	16.7%
公路	十亿元	548	623	649	665	900	1,000
YoY%		16.6%	13.6%	4.2%	2.4%	35.4%	11.1%
港口	十亿元	69	87	89	94	100	105
YoY%		68.9%	26.2%	2.0%	6.0%	6.4%	5.0%
重点行业分析							
YoY%							
其中：机械行业总产值	十亿元	4,143	5,472	7,304	9,074	10,435	12,522
YoY%			32.1%	33.5%	24.2%	15.0%	20.0%
汽车销量	千辆	5,758	7,216	8,792	9,381	12,981	14,924
YoY%			25.3%	21.8%	6.7%	38.4%	15.0%
煤炭业投资	十亿元	114	148	181	241	313	376
YoY%			29.4%	22.0%	33.6%	30.0%	20.0%

资料来源：中金公司研究部

值得注意的是，基建施工有望实现平稳过渡

- 以铁路建设为例，我们认为09年投资中新开工项目较多，前期土地购置费用及准备费用占比较高，因此，从真正施工量上看，基建10年有望实现平稳过渡

基建施工有望实现平稳过渡，以铁路施工为例

	08A	09E	10E	11E
铁路基建投资额（亿元）	3,376	6,000	7,000	7,000
YoY%		77.7%	16.7%	0.0%
实际完成额（亿元）	2,800	4,500	6,000	7,000
		60.7%	33.3%	16.7%

(公里)	客运专线	城际轨道交通	货运路网	共计
2009计划新开工	6,342	987	6,032	13,360
2009年目前实际开工	3,255	760	2,963	6,978
2010计划新开工	1,184	170	1,683	3,036
若2009未开工全部推迟至2010年开工	4,270	397	4,751	9,419

施工里程(公里)	客运专线	城际轨道交通	货运路网	共计
2009	1,942	630	5,216	7,788
2010	3,482	727	5,761	9,970
2011	3,394	702	4,446	8,541
2012	2,571	464	2,976	6,011

资料来源：铁道部、中金公司研究部

钢材价格底部回升

- 钢材价格在2009年底部的基础上回升10-12%。
- 由于初期产能过剩压力较大，钢价走势类似于2002和2006年，前期缓慢爬升，消化过剩产能，后期在新增产能停滞及产能利用率提高至90%之后上涨加速。
- 铁矿石、焦煤等上游原材料价格上涨。

钢价和原材料价格预测表

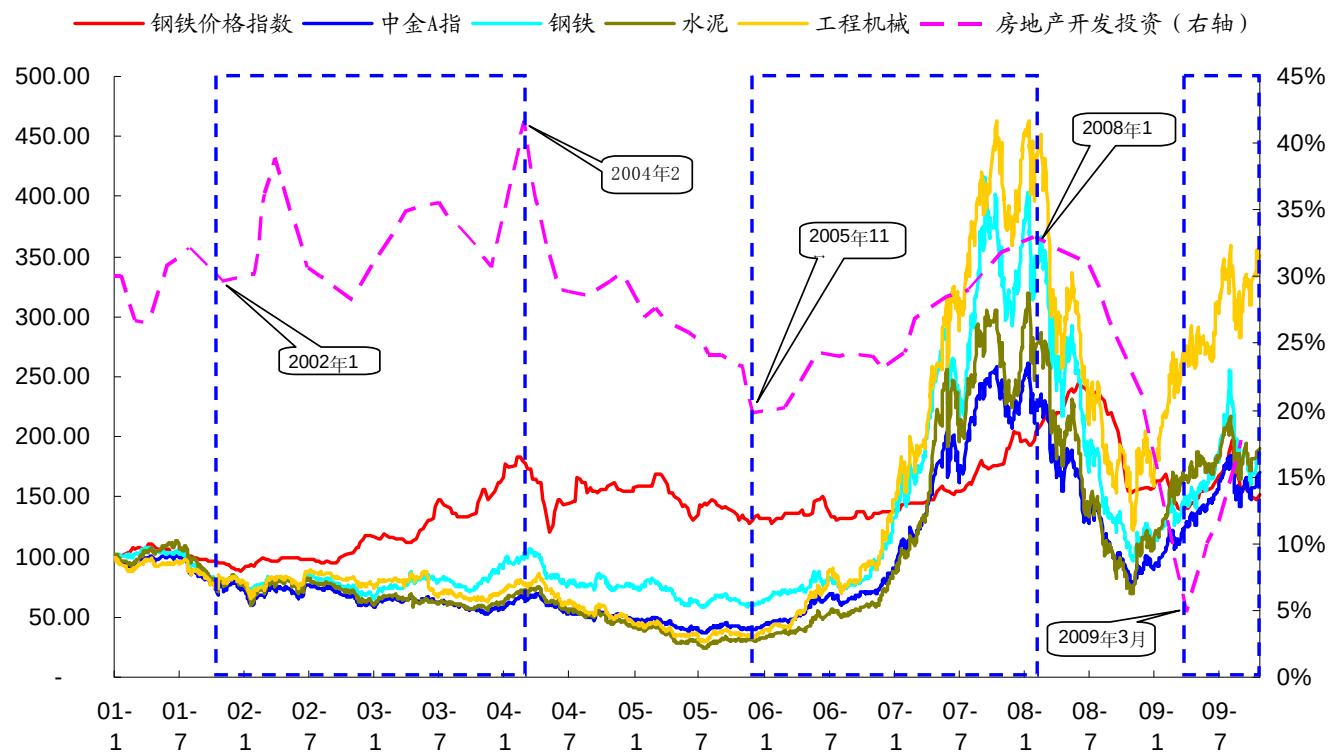
(以下价格均为含税价)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
代表品种(5.75mm热轧, 元/吨)	4,163	3,837	4,179	4,938	3,590	3,950
YoY		-7.8%	8.9%	18.2%	-27%	10.0%
铁矿石(美元/吨, 澳洲)	50	58	76	113	70	79
YoY		15.2%	30.7%	49.7%	-39.1%	13.7%
铁矿石(美元/吨, 巴西)	67	74	111	142	79	89
YoY		9.6%	50.8%	27.7%	-45.9%	12.0%
铁矿石(FOB, 澳洲)	38	46	50	90	60	69
YoY		19.0%	9.5%	79.9%	-33.0%	15.0%
铁矿石(FOB, 巴西)	38	46	50	83	55	64
YoY		19.0%	9.5%	65.0%	-33.0%	15.0%
西澳至中国海运费	12	12	26	24	9	10
YoY		2.9%	109.0%	-8.9%	-60.0%	5.0%
巴西至中国海运费	29	28	61	60	24	25
YoY		-2.9%	117.9%	-2.7%	-60.0%	5.0%
焦炭(元/吨)	695	657	945	2,403	1,802	2,073
YoY		-5.5%	43.8%	154.3%	-25.0%	15.0%
焦煤(元/吨)	561	538	615	1,601	1,233	1,418
YoY		-4.1%	14.3%	160.3%	-23.0%	15.0%

资料来源：中国钢铁工业协会、中金公司研究部

基于房地产投资及钢材价格的投资时钟

- 根据房地产投资变化趋势，可以将2002年以来的经济周期划分为不同阶段
- 我们发现：钢材价格周期完全与房地产投资周期相吻合
- 可以根据房地产投资及钢材价格周期比较各板块的股价表现

根据房地产投资划分经济周期

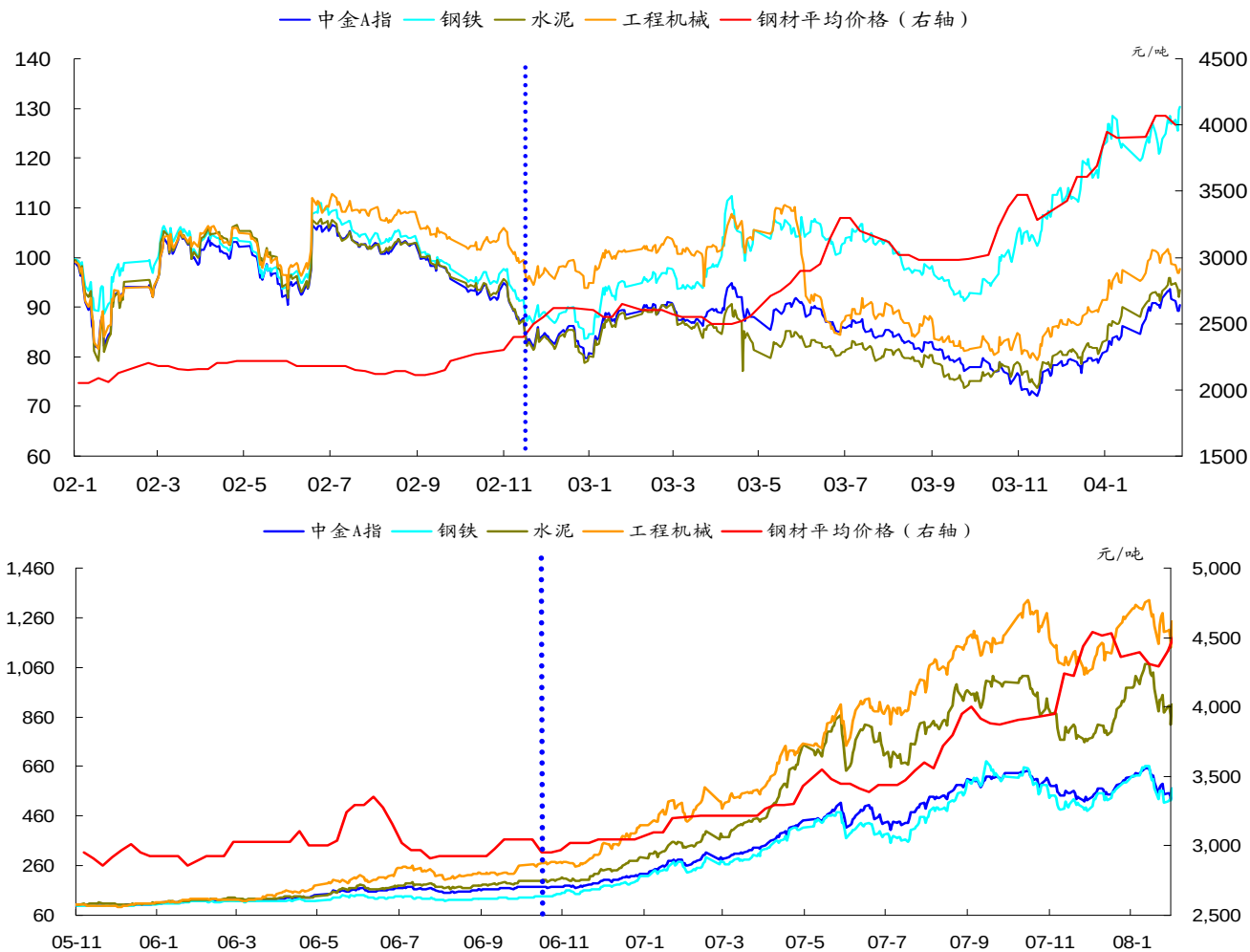


资料来源：中金公司研究部

两次经济回升期的相对表现

- 2002.1-2004.2 经济回升期：前期钢材价格底部缓慢爬升，工程机械表现最好，其次是钢铁；后期钢材价格大幅上升，钢铁股大幅跑赢，而工程机械跑输。
- 2005.11-2008.1 经济回升期，工程机械从06年二季度开始持续跑赢大盘，水泥则从06年底开始跑赢大盘
- 钢材是机械行业的主要原材料成本，钢价将决定钢铁与工程机械的相对表现

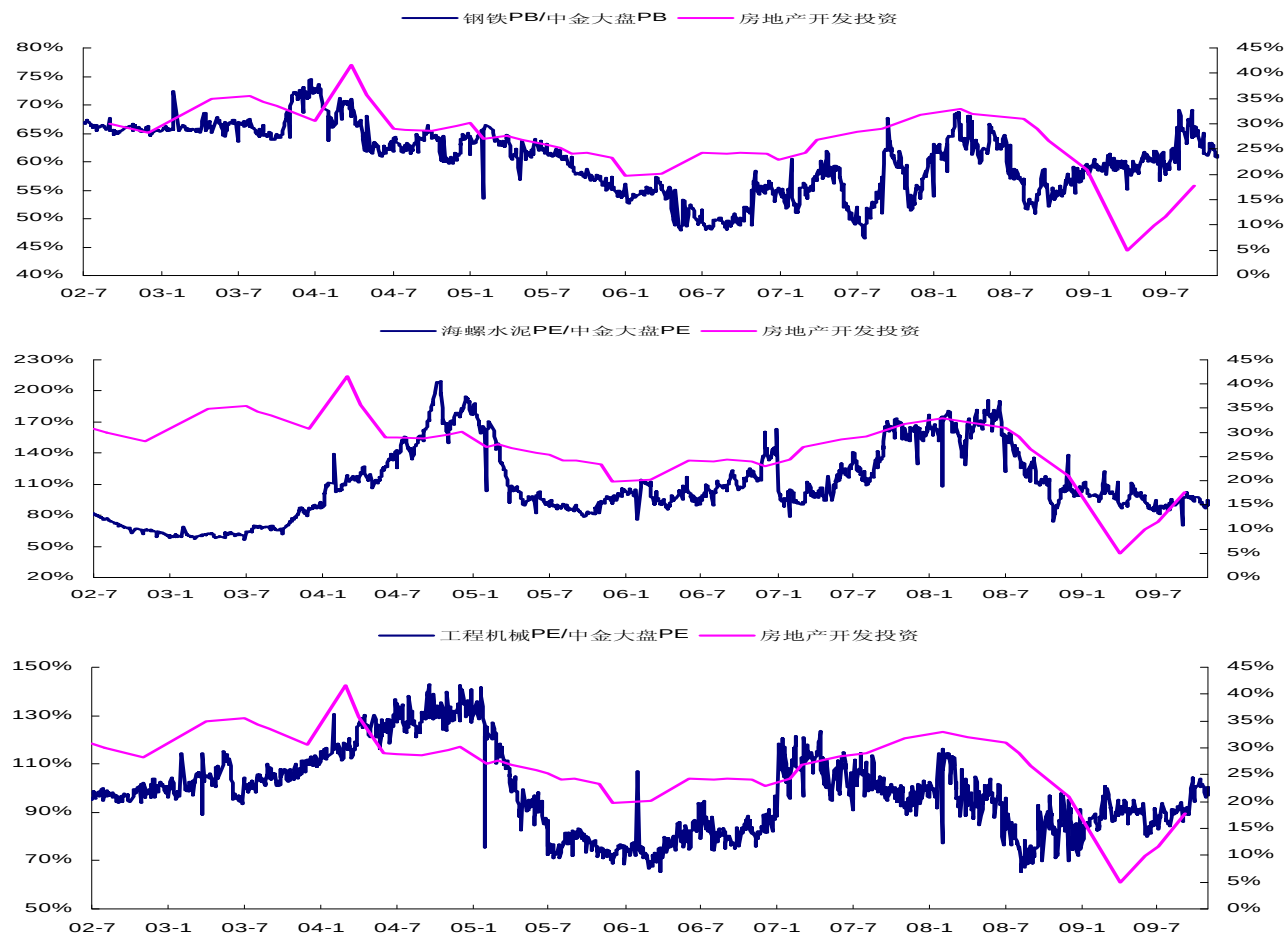
两次经济回升期各板块股价表现



2010年策略：盈利和估值齐升

- 钢铁、水泥、工程机械等投资性周期性行业相对大盘估值与房地产投资正相关
- 在投资上升期，这些行业的盈利和估值双重顺周期

钢铁、水泥、工程机械相对大盘估值

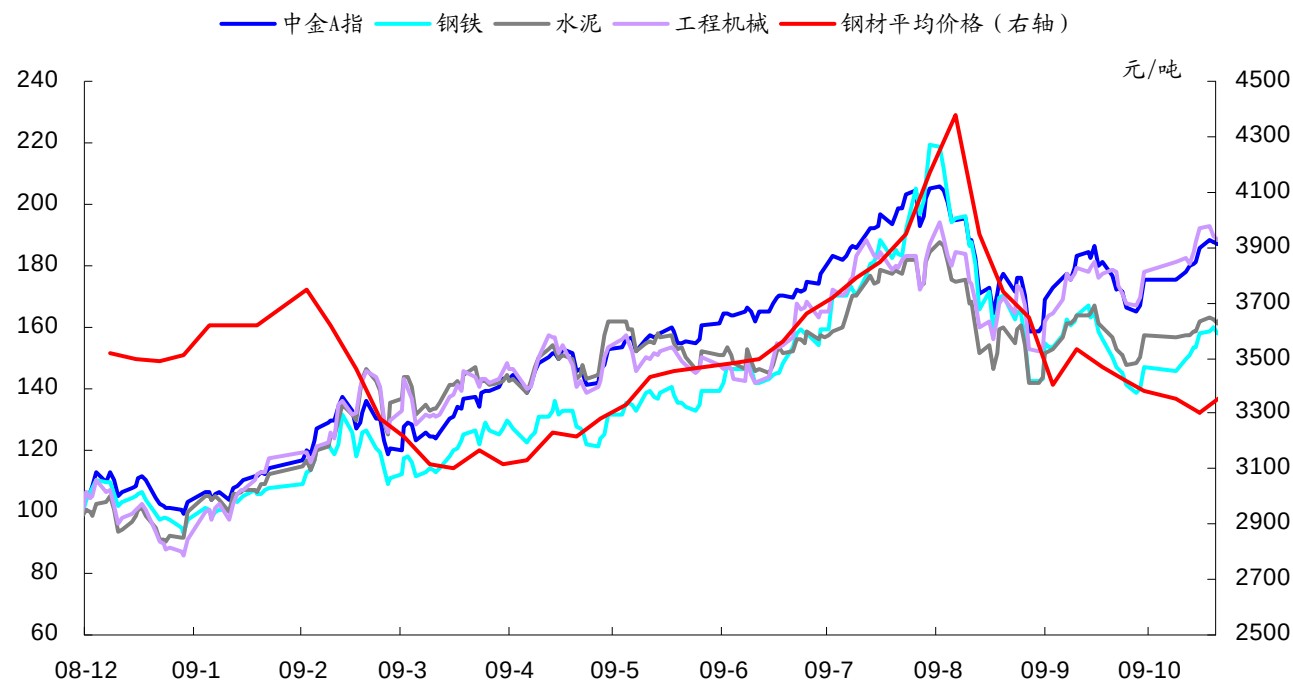


资料来源：中金公司研究部

2010年策略：盈利和估值齐升

- 去年年底至今，钢铁、水泥跑输大盘，工程机械略微跑赢大盘
- 钢价大幅上升阶段钢铁股跑赢其它板块；工程机械在近期房地产投资大幅上升及钢价回落阶段开始跑赢；水泥5月份以后跑输大盘
- 根据我们对2010年房地产投资及钢价走势的判断，2010年上半年看好钢铁、工程机械、水泥，其中工程机械可能最早表现

本轮周期各板块股价表现



资料来源：中金公司研究部

钢铁

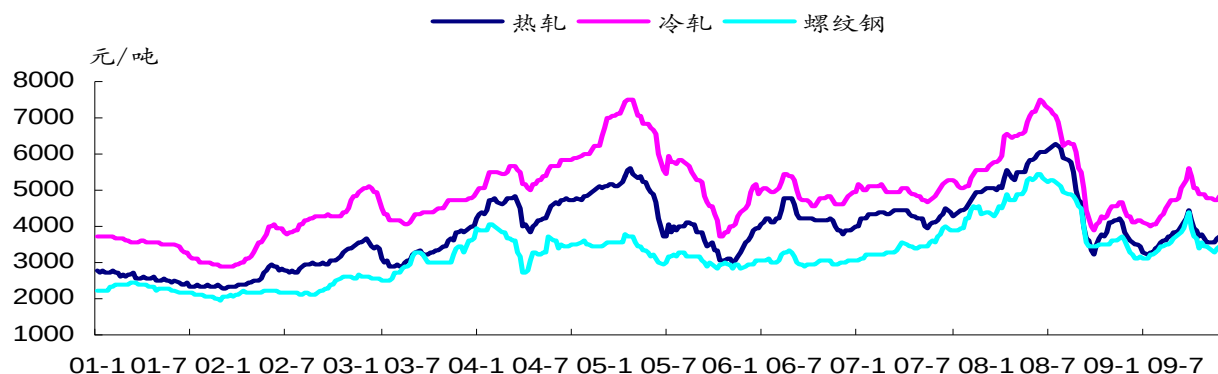
底部确认，震荡上行

底部确认、震荡上行

■ 四季度钢价将震荡上行。维持四季度策略报告中的判断，钢价底部于10月中旬探明，未来将震荡回升

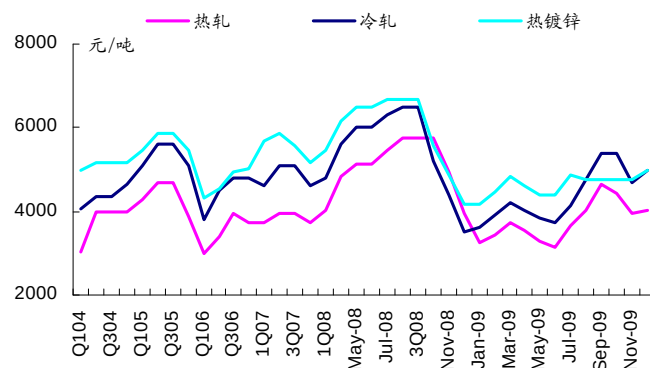
- 钢价经深幅调整，于10月中旬到达底部后震荡上扬。从3250元/吨涨至3600元/吨，涨幅达10%
- 大钢厂纷纷上调12月出厂价
- 下游需求维持向好趋势
- 成本上升预期支持钢价。市场对2010年铁矿石及焦煤等原材料价格上涨形成预期，原料现货价格近期也上扬。

现货钢价探底回升



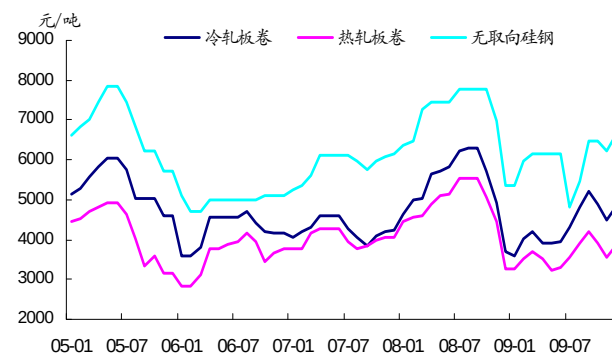
资料来源：钢之家、中金公司研究

宝钢出厂价见底回升



资料来源：公司资料

武钢出厂价见底回升



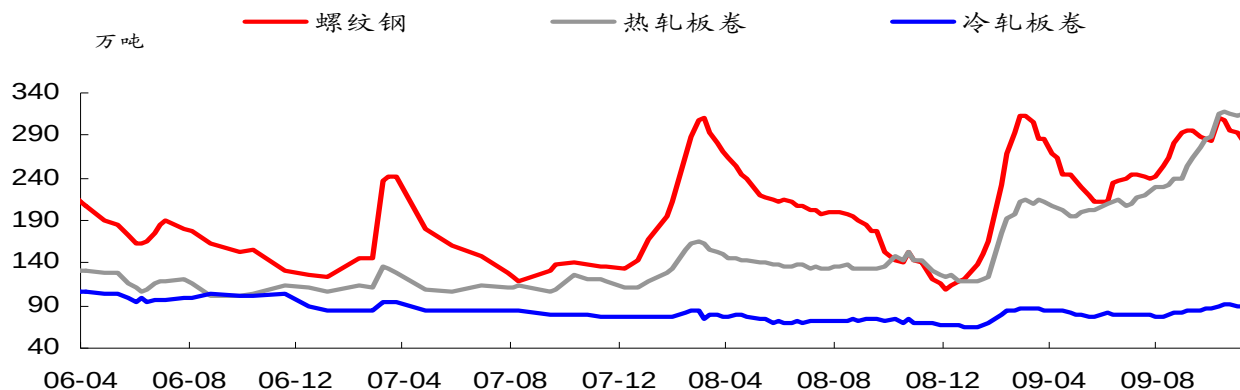
资料来源：公司资料

产量维持高位，库存回落

- 钢材经销商库存于10月中旬起自历史高点逐步回落

- 下游需求持续向好，库存下滑
- 市场情绪转暖，前期在“买涨不买跌”心态影响下被压抑的需求逐步释放

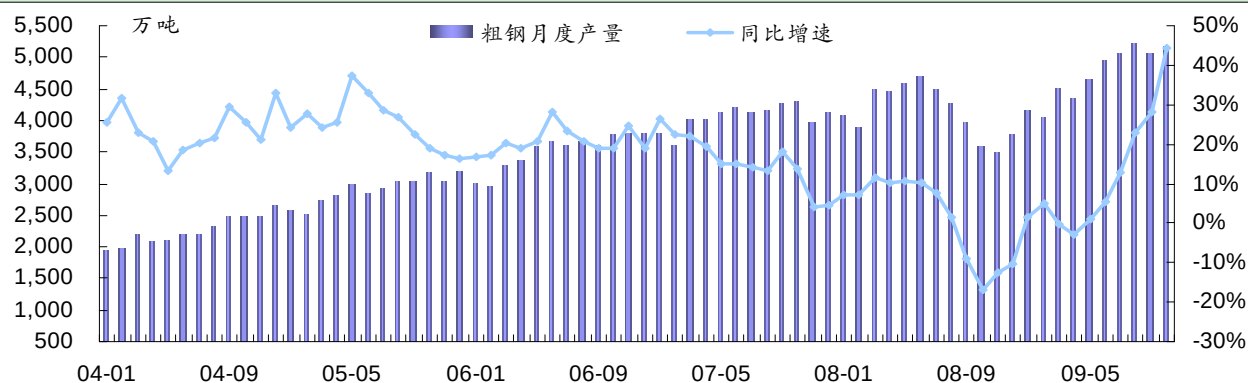
经销商库存见顶回落



资料来源：钢之家、中金公司研究部

- 粗钢产量略有放缓，10月日均钢产量从9月169万吨/日的高点回落到167万吨/日
- 产量维持高位，上升过程将伴随震荡

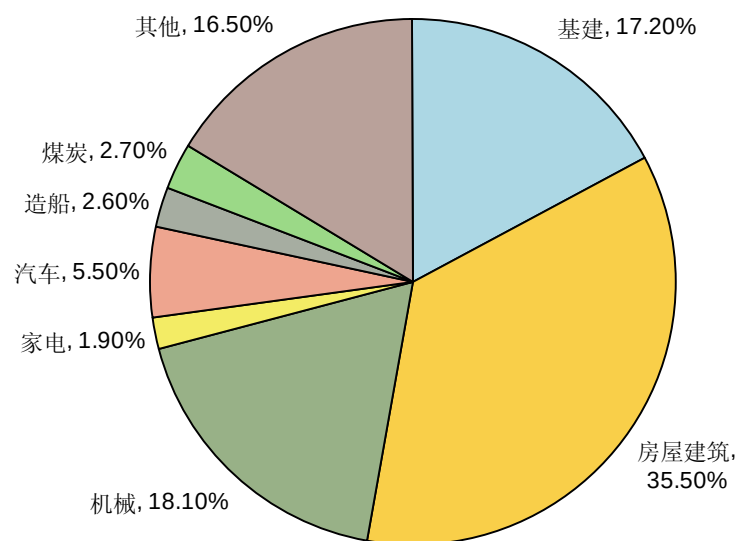
产量略有下滑，仍维持高位



资料来源：钢之家、中金公司研究部

明年需求仍有10%以上的增长

2009年需求结构



钢铁需求预测

单位: 千吨	2008	2009E	2010E
建筑用钢	241,151	284,974	322,882
同比增长		18.2%	13.3%
基础设施建设	62,643	92,851	106,390
同比增长		48.2%	14.6%
房屋建筑	178,508	192,123	216,492
同比增长		7.6%	12.7%
制造业	233,582	256,412	283,095
同比增长		9.8%	10.4%
机械	87,825	97,735	109,959
同比增长		11.3%	12.5%
家电	9,796	10,519	11,198
同比增长		7.4%	6.5%
汽车	23,657	29,694	33,863
同比增长		25.5%	14.0%
船舶	8,638	14,080	14,080
同比增长		63.0%	0.0%
煤炭	14,618	14,867	15,699
同比增长		1.7%	5.6%
集装箱	6,415	205	3,004
同比增长		-96.8%	1363.4%
其他	82,633	89,312	95,291
同比增长		8.1%	6.7%
粗钢总消费量	474,733	541,386	605,977
同比增长		14.0%	11.9%

资料来源: 中国钢铁工业协会、中金公司研究部

资料来源: 中金公司研究部

房地产是2010年钢铁需求的最大引擎

■ 房地产

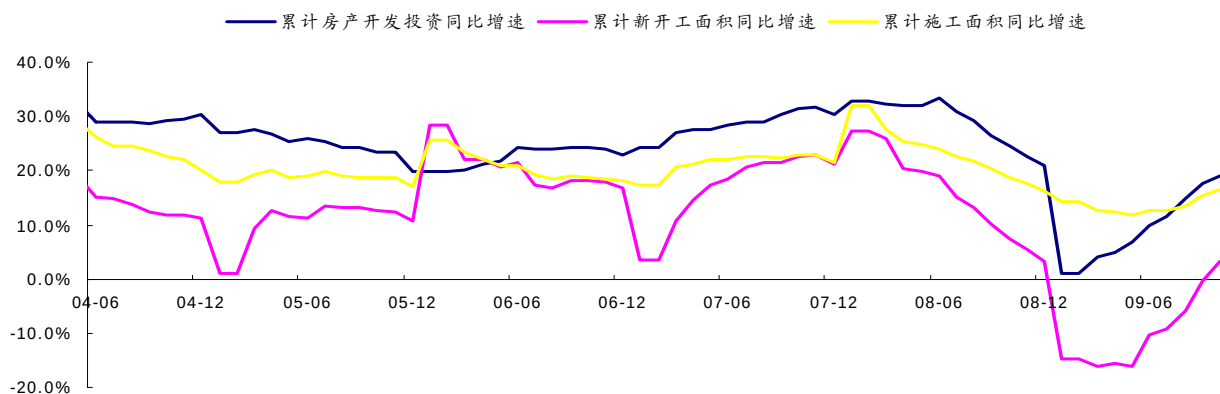
- 钢铁最大的下游行业
- 09年房地产销售恢复强劲，可售房存量已降至低位
- 新开工面积自3Q09开始持续回升，累计新开工面积同比增速转正
- 10年新开工面积和施工面积将继续回升，成为拉动钢铁需求的最大引擎

2009年房地产需求结构

单位: 千吨	2008	2009E	2010E
房屋建筑	178,508	192,123	216,492
同比增长		7.6%	12.7%
其中: 商品房	77,619	81,500	91,687
同比增长		5.0%	12.5%
城镇其它建筑	88,018	97,108	110,614
同比增长		10.3%	13.9%

资料来源: 中国钢铁协会、中金公司研究部

新开工和施工面积将全面回升



资料来源: 中金公司研究部

基建、汽车用钢需求继续增长

■ 基建

- 09年拉动钢铁需求的主要力量之一
- 10年在09年的高基数上增速有所回落
- 首批基建项目施工从5月启动建设，将维持一定持续性

基建用钢量持续增长

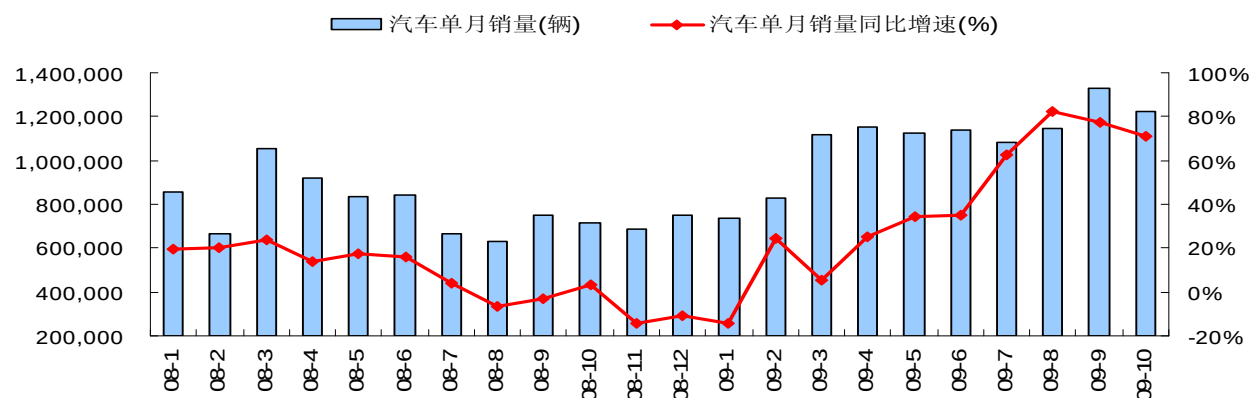
单位：千吨	2008	2009E	2010E
基础设施建设	62,643	92,851	106,390
同比增长		48.2%	14.6%
其中：公路	29,096	42,547	47,270
同比增长		46.2%	11.1%
港口	738	848	890
同比增长		14.9%	5.0%
铁路	6,209	10,422	12,119
同比增长		67.9%	16.3%

资料来源：中金公司研究部

■ 汽车

- 今年汽车销量持续创新高，前十个月销量破千万辆。
- 汽车销量明年将继续增长
- 明年增长将持续，其中客车和卡车等用钢强度大的车种增长幅度增大，更有效拉动钢材需求

汽车销量持续高增长



资料来源：中金公司研究部

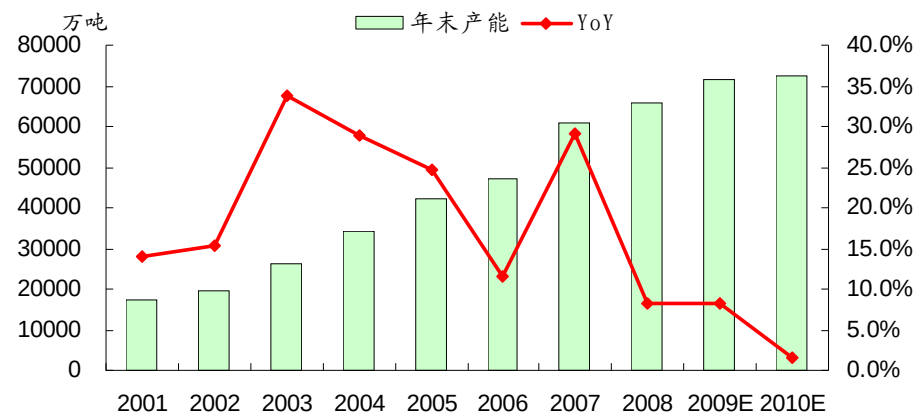
2010年起钢铁产能释放速度趋缓

产能新增速度明显减缓

公司	炉号	容积,m3	投产日期	年产量(万吨)
河北兴华钢铁	1号	550	2009-1-3	70
唐山国丰	2号	1780	2009-2-18	160
新钢	9号	2500	2009-2-18	210
八钢	2号	2500	2009-2-27	210
兴澄特钢		3200	2009-3-28	260
乌兰浩特钢铁		503	2009-4-1	70
邯钢新区	2号	3200	2009-4-21	260
鞍钢鲅鱼圈	2号	4038	2009-4-26	350
宝钢梅钢	4号	3200	2009-5-12	260
唐山陆港钢铁		1160	2009-5-15	120
首钢京唐	1号	5500	2009-5-21	400
唐山瑞丰金友		1580	2009-5-22	150
天铁		2800	2009-6-21	220
福建三钢	3号	430	2009-7-21	大修
武钢	8号	3800	2009-8-1	320
吕梁中钢集团		1180	2009-8-16	120
中阳钢铁		1080	2009-8-18	110
同煤钢铁公司		450	2009-8-18	60
承钢	新3号	2500	2009-8-23	210
九钢	4号	1780	2009-9-25	160
涟钢	7号	3200	2009-10-7	260
荣钢集团	4号		2009-10-10	100
韶钢	8号	3200	2009-10-16	275
新钢	10号	2500	2009-10-16	210
沙钢		5800	2009-10-18	300
公司	炉号	容积,m3	预计投产日期	年产量(万吨)
鄂钢	1号	2600	2009年10月底	210
广东阳春新钢铁		1250	2009年10月底	110
湘钢	新2号	2580	2009年11月底	210
2009年产能投放合计				5395

公司	炉号	容积,m3	预计投产日期	年产量(万吨)
芜湖富鑫钢铁		580	2010年初	80
唐山东海特钢		1350	2010年初	130
常州中发		600	2010年3月	80
宣钢	新2号	2500	2010年9月	210
德钢		1350	2010年8月	118
四川达州钢铁	5号	1780	2010年8月	150
山西晋城福盛钢厂	3号	1380	2010年6月	130
陕西龙钢	3号	1800	2010年6月	150
2010年产能投放合计				1048

公司	项目	年产量(万吨)	原定投产时间	进展情况
防城港	精品基地	1000	2011年	暂无时间表
湛江	精品基地	1000	2011年	
日照	精品基地	1000	2011年	
日照	精品基地	500	2012年	



国际需求复苏拉动出口恢复

- 国际钢价从底部回升，持续上涨
- 国际钢需求恢复迹象明显，从6月中旬开始，世界各大钢厂的产能利用率开始恢复，扩产意愿强烈，前期被关闭的钢厂及设备陆续重启

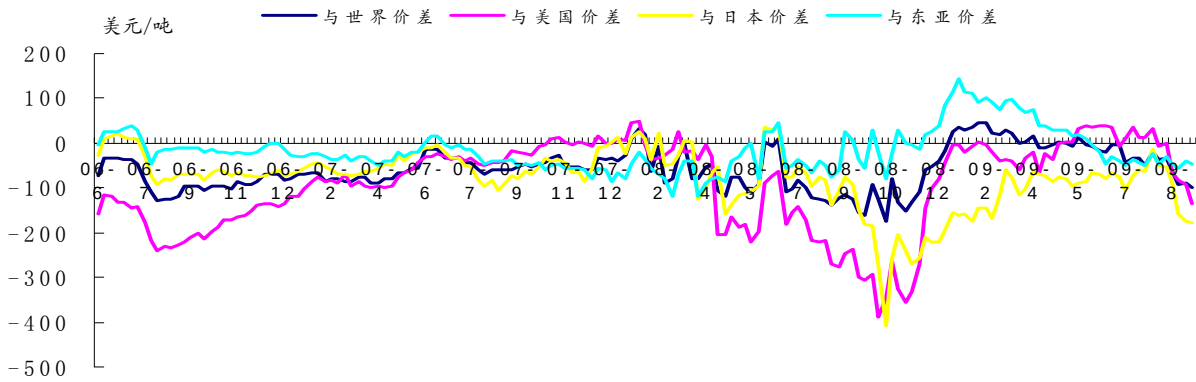
2010年国际钢铁需求复苏

(万吨)	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
世界钢材消费量	92496	95541	106012	115902	124464	110400	120600
增速	7%	3%	11%	9%	7%	-11%	9.2%
世界钢材消费量(除中国)	66664	64142	69755	74794	76442	56800	61600
增速	5%	-4%	9%	7%	2%	-26%	8.5%
中国钢材净出口	-1508	-571	2450	4583	4379	0	2000

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

价差再现

- 国际钢铁库存屡创历史新低。再库存过程将推升钢铁需求和价格
- 出口价差再现，当前热轧出口价格比最大净出口市场美国当地价格低107美元/吨。



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

库存调剂09/10年供需平衡

- 08年下半年经历大规模去库存；09年库存激增，表观消费量大大超过实际需求
- 预计2010年需求增速超过产量，库存下降，产能利用率回升。

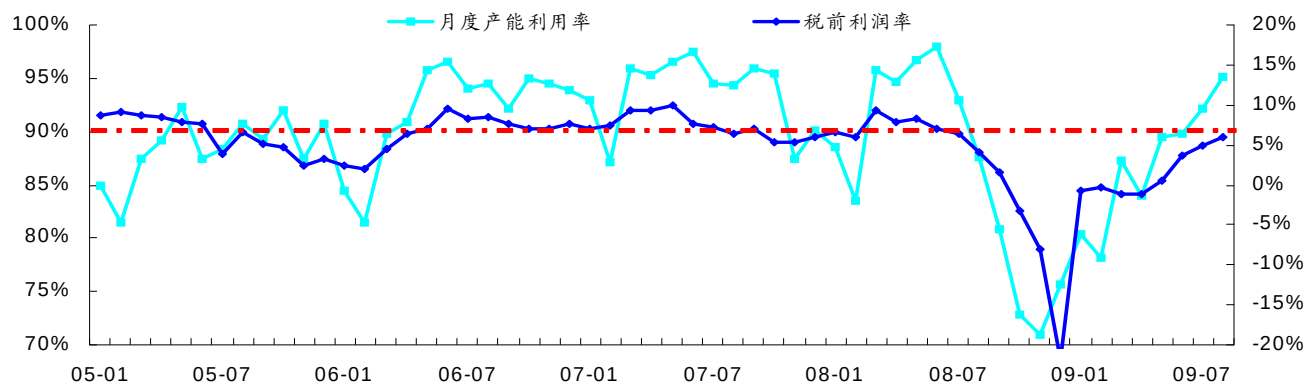
供需平衡表

单位：千吨	2007	2008	2009E	2010E
粗钢产量	487,630	500,488	567,000	623,700
YoY(%)		2.6%	13.3%	10.0%
粗钢净出口	48,750	46,590	0	20,000
粗钢供应量	438,880	453,898	567,000	603,700
YoY(%)		3.4%	24.9%	6.5%
粗钢消费量	438,880	474,733	541,386	605,977
YoY(%)		8.2%	14.0%	11.9%
库存变化	0	-20835	25614	-2277
库存	40000	19165	44779	42502
产能利用率	90.1%	85.1%	86.0%	89.3%
年末产能	610,310	660,000	707,950	718,430
有效产能	541,400	588,278	659,565	698,583

资料来源：中钢协、中金公司研究部

- 预计10年产能利用率将恢复到90%左右
- 根据历史经验，90%的产能利用率对应行业税前净利润率水平在5%左右。

10年产能利用率将恢复到90%左右



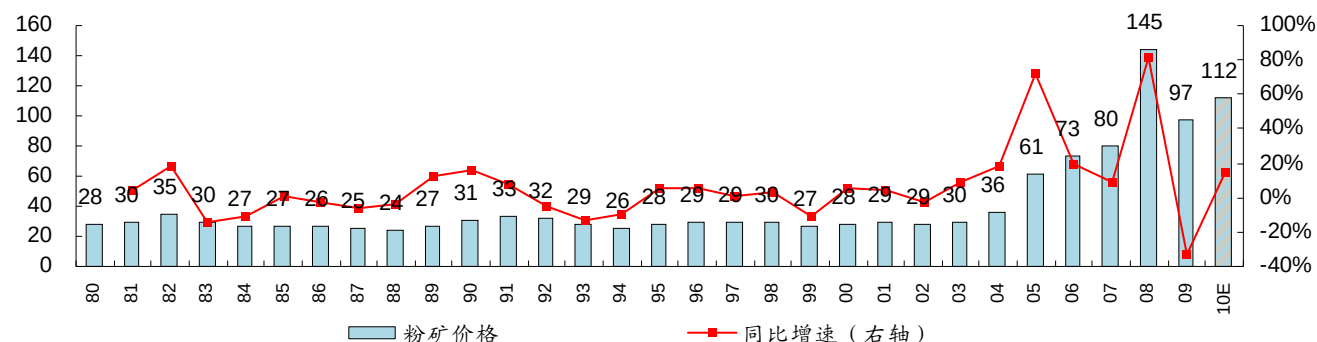
资料来源：中钢协、中金公司研究部

预计10年铁矿石长协价上涨15-20%

- 10年全球钢铁需求全面恢复，海外钢厂产能利用率将逐步提高
- 但今年除中国外，海外钢厂仍处于亏损中，难以承受矿石大幅上涨

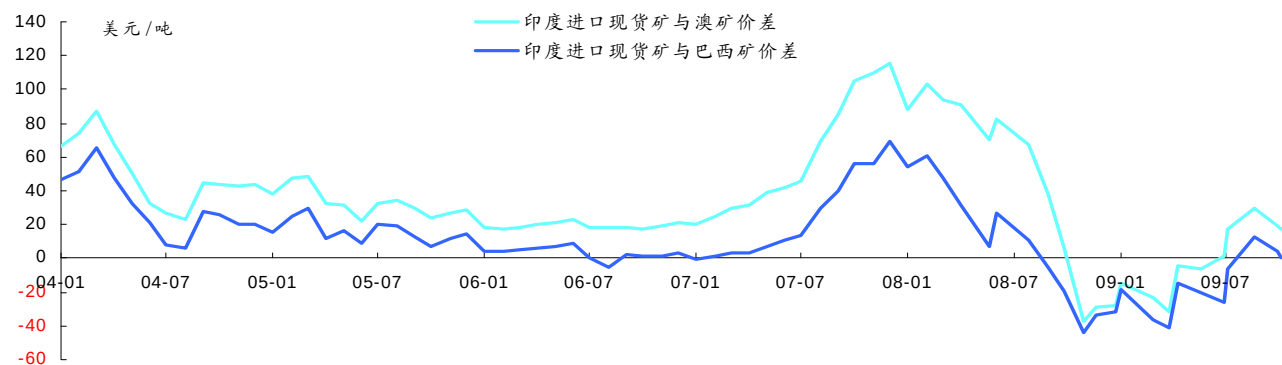
- 现货价是长协价的领先指标
- 当前现货价高出澳矿约17美元/吨，高出巴西矿约4美元/吨，平均价差为10美元/吨，约占09年长协到岸价的15%。

铁矿石长协价走势



资料来源：钢之家、中金公司研究部

现货价与长协价价差



资料来源：钢之家、中金公司研究部

投资建议：关注矿石资源 + 建筑钢材以及精品板材生产企业

矿石+建筑钢材

- 在全球经济复苏背景下，矿石资源的价格上涨将使拥有矿石资源的企业受益
- 房地产将成为2010年拉动钢铁需求的引擎，建筑钢材供应压力相对较小
- 矿石资源在上市公司内的，如酒钢、凌钢等，矿价上涨将直接贡献盈利
- 矿石资源在集团公司内的，如鞍钢、太钢等，提高自供比例，享受集团优惠价

精品板材

- 高端产品在局部市场形成相对垄断，享受高溢价
- 精品板材将在出口复苏进程中受益明显
- 宝钢、鞍钢在高端产品技术和质量方面拥有明显优势

投资建议表

公司	代码	股价	目标价	评级	EPS				P/E				P/B			
		2009-11-12			08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E
A股（人民币）																
宝钢股份	600019.SH	7.65		推荐	0.37	0.31	0.60	0.67	20.7	24.7	12.8	11.4	1.5	1.4	1.3	1.2
武钢股份	600005.SH	7.93		推荐	0.66	0.19	0.60	0.65	12.0	41.7	13.2	12.2	2.2	2.3	2.0	1.7
鞍钢股份	000898.SZ	14.18		推荐	0.41	0.21	0.94	1.02	34.6	67.5	15.1	13.9	1.9	1.9	1.8	1.7
太钢不锈	000825.SZ	8.88		推荐	0.22	0.07	0.56	0.59	21.6	68.0	8.5	8.1	2.5	2.5	2.2	2.1
马钢股份	600808.SH	4.76		推荐	0.09	0.07	0.34	0.35	98.7	126.9	26.1	25.4	1.4	1.4	1.3	1.2
唐钢股份	000709.SZ	6.95		推荐	0.48	0.24	0.56	0.57	14.5	29.0	12.4	12.2	1.7	1.7	1.6	1.4
H股（港币）																
马钢股份	323.HK	5.00	5.80	推荐	0.10	0.08	0.40	0.43	47.8	62.9	12.6	11.7	1.3	1.3	1.2	1.1
鞍钢股份	347.HK	15.38	17.14	推荐	0.48	0.24	1.09	1.24	32.3	64.4	14.1	12.4	1.8	1.8	1.7	1.5

资料来源：中金公司研究部

水泥

机会在上半年

2010年水泥需求增速12%，前高后低

- 2010年，预计水泥需求增速12%，其中房屋建筑贡献3.2个百分点，基础设施建设贡献5.6个百分点，农村建设贡献3.2个百分点。

- 水泥需求增速前高后低。
1) 2009年上半年低基数；2) 房地产投资延续2009年下半年环比向好的趋势；3) 2009年下半年开工的基建项目在2010年开春继续拉动水泥需求；4) 2010年下半年经济情况好转，政府鼓励投资的力度或将减弱，固定资产投资增速前高后低。

水泥行业供需平衡表

单位：万吨	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
水泥产量	97,000	106,400	123,500	135,412	138,800	166,882	188,820	201,921
+/- %	12.5%	9.7%	16.1%	9.6%	2.5%	20.2%	13.1%	6.9%
水泥国内供给量	96,298	104,184	119,887	132,111	136,258	164,340	185,237	197,608
+/- %	12.4%	8.2%	15.1%	10.2%	3.1%	20.6%	12.7%	6.7%
水泥消费量	96,298	104,184	119,887	132,111	136,258	163,101	182,673	196,191
	12.4%	8.2%	15.1%	10.2%	3.1%	19.7%	12.0%	7.4%
过剩（短缺）						1,239	2,564	1,418
水泥总产能	125,000	135,055	141,037	150,637	167,257	198,771	224,957	234,541
+/- %	13.1%	8.0%	4.4%	6.8%	11.0%	18.8%	13.2%	4.3%
新型干法产能	42,800	56,055	67,037	82,637	105,257	140,771	170,957	184,541
新型干法产能占比	34%	42%	48%	55%	63%	71%	76%	79%
产能利用率	82%	82%	89%	93%	87%	91%	89%	92%

水泥下游需求拆分

(万吨)	2008	2009E	2010E	2011E	FY09/FY08 (+/-%)	FY10/FY09 (+/-%)	FY11/FY10 (+/-%)	FY09占比	FY10占比
城镇房屋	46,192	49,270	54,544	59,986	6.7%	10.7%	10.0%	29.5%	29.1%
居住建筑	24,197	26,302	29,589	32,703	8.7%	12.5%	10.5%	15.7%	15.8%
商品房	22,113	22,113	24,325	26,757	0.0%	10.0%	10.0%	13.2%	13.0%
经济适用房、廉租房及其他保障性住房	2,084	4,188	5,264	5,946	101.0%	25.7%	12.9%	2.5%	2.8%
城镇商业建筑及工业建筑	15,508	15,508	16,749	18,256	0.0%	8.0%	9.0%	9.3%	8.9%
城镇公共设施及其它	6,487	7,460	8,206	9,027	15.0%	10.0%	10.0%	4.5%	4.4%
基础设施建设	51,259	66,855	75,958	80,798	30.4%	13.6%	6.4%	40.0%	40.6%
公路（不含二级以下公路）	33,279	42,537	48,067	50,470	27.8%	13.0%	5.0%	25.5%	25.7%
铁路	6,151	10,426	12,393	13,537	69.5%	18.9%	9.2%	6.2%	6.6%
港口	1,408	1,498	1,648	1,798	6.4%	10.0%	9.1%	0.9%	0.9%
机场	1,150	1,380	1,587	1,825	20.0%	15.0%	15.0%	0.8%	0.8%
电力建设	4,621	5,209	5,821	6,403	12.7%	11.7%	10.0%	3.1%	3.1%
隧道	3,076	4,153	4,708	4,944	35.0%	13.4%	5.0%	2.5%	2.5%
农村建设	33,613	42,302	47,559	50,620	25.8%	12.4%	6.4%	25.3%	25.4%
农村住宅及农业建筑	7,632	9,129	10,042	11,046	19.6%	10.0%	10.0%	5.5%	5.4%
农村基础设施建设（含二级以下公路）	25,981	33,173	37,517	39,574	27.7%	13.1%	5.5%	19.8%	20.0%
全国水泥需求量合计	139,347	167,124	187,193	200,992	19.9%	12.0%	7.4%	100.0%	100.0%

资料来源：中金公司研究部

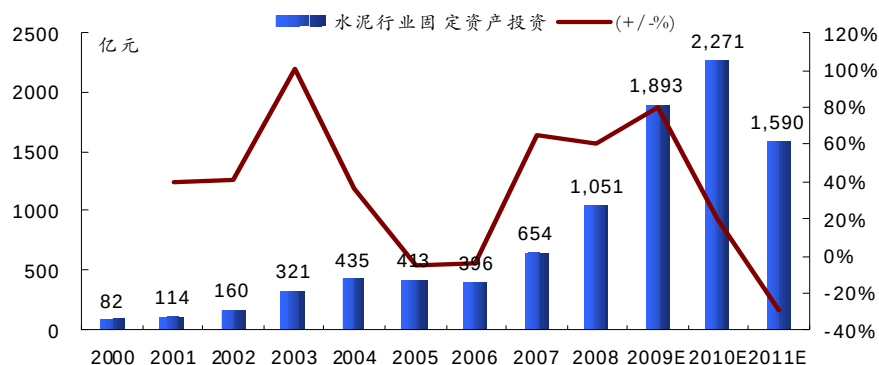
2010年供给压力犹存，产能投放前低后高

■ 2007-2009年，水泥行业完成固定资产投资连续三年同比增幅达到60%以上。

■ 2010年全国新增新型干法产能约3亿吨，净增产能2.6亿吨，同比增长13.2%

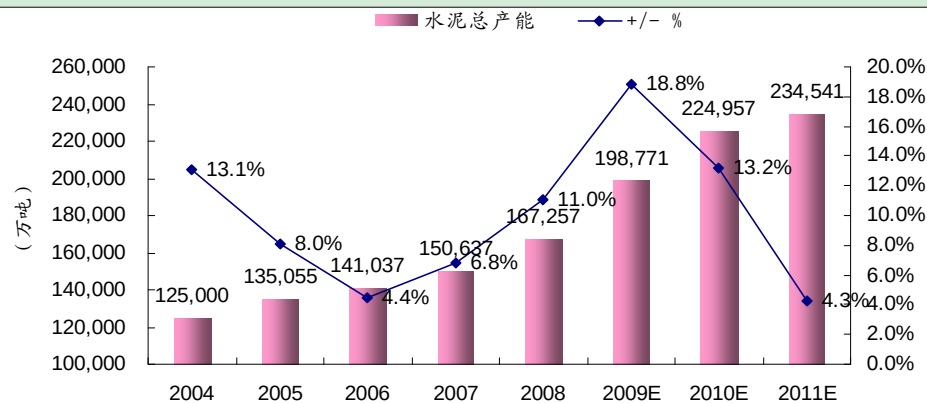
■ 根据我们的测算，2010年新增新型干法产量2.9亿吨，上半年投产1.36亿吨，下半年投产1.54亿吨。

水泥行业固定资产投资



资料来源：中金公司研究部

水泥产能

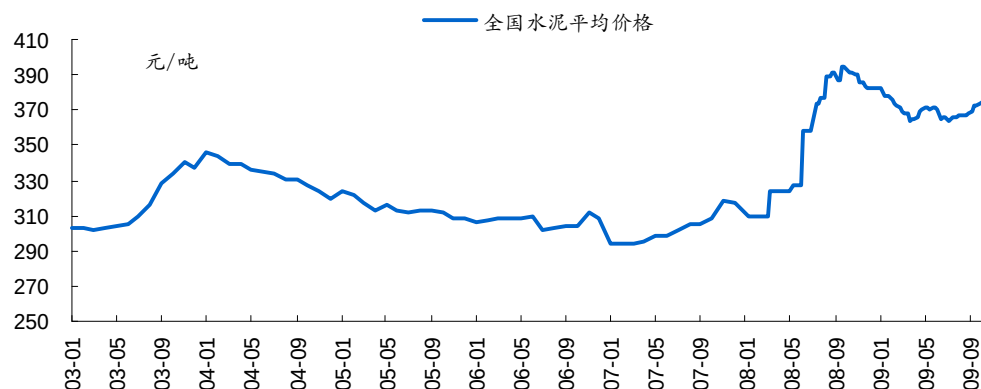


资料来源：中金公司研究部

2010年水泥价格整体略高于2009年，对上半年水泥价格乐观

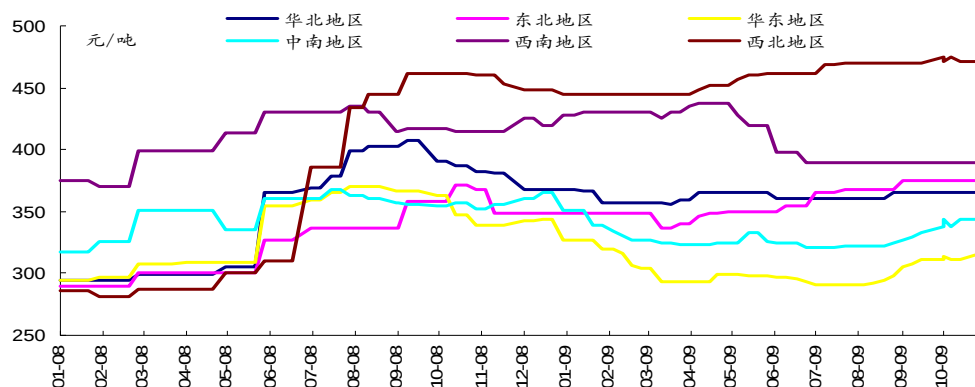
- 上半年“强需求VS中性供给”，下半年“中性需求VS强供给”。
- 我们对上半年的价格走势乐观，但是对下半年价格环比上升的幅度偏谨慎。
- 水泥平均价格略高于2009年水平上的可能性比较大，下半年价格环比上升幅度偏低。

03年以来水泥价格走势



资料来源：中金公司研究部

各地水泥价格走势



资料来源：中金公司研究部

区域分析

吨毛利70元以上:
西北和西南

- 西北基建需求旺盛，但供给释放也比较充分，预计盈利能力维持。
- 西南因大量产能释放，盈利能力将有所下降。

吨毛利60-70元:
华南和华北

- 华南和华北盈利能力其次。广东房地产投资恢复，广西基建需求旺盛，华南供需情况将改善，盈利能力有望提高。
- 华北京津冀地区，房地产需求将回升，基建需求较强，供给增加有序，盈利能力有望维持。

吨毛利40-60元:
华东和华中

- 华东地区房地产需求如能恢复，盈利能力将维持在2009年水平。
- 华中地区供给释放压力较大，虽然房地产需求恢复，基建需求也较旺盛，但盈利能力有下降压力。

2011，曙光在前

- 此次出台的政策大力缩减新核准项目并暂停了未开工项目，将有力缓解2011年及以后的水泥产能增长。

- 我们预计，从水泥行业固定资产投资来看，2010年将达到高点，2011年开始下降。

- 预计2011-2012年新增水泥产能2.5-3亿吨左右。

部分地区停止核准新项目

- 部分地区停止核准新项目：对人均水泥熟料产能超过1000公斤的省份（落后产能占比超过30%的地区除外），一律停止核准新建水泥项目，浙江、安徽和江苏等省符合条件。

部分地区严格有条件核准新项目

- 部分地区有条件核准新项目：对人均水泥熟料产能低于1000公斤的省份，严格按照“等量淘汰”原则核准。淘汰多少落后产能，核准多少新产能。对新型干法比例已经高于70%的省份，每年新增产能应当控制在本省上年总产能的10%以内。北京、天津、上海、河南等省符合条件。

暂停未开工生产线

- 暂停未开工生产线：9月30日之前获得批文但还没有开工的水泥项目暂停开工，进行清理。据统计，目前已核准但尚未开工的生产线147条，产能2.1亿吨。在政策控制下，这些产能在未来一年内开工的难度较大，预计开工将推迟至2010年底至2011年，产能发挥将在2012年。

投资建议：机会在上半年；配置优势区域股票

- 明年需求面表现超出市场预期可能性存在。

- 明年上半年，房地产和基建对水泥需求的拉动仍处于环比上升阶段，如果力度超出预期，那么近半年表现落后市场的水泥板块有望在利好数据的催化下走强。

- 配置优势区域股票：华南，华北和西北的上市公司值得关注。重点关注海螺水泥和祁连山。

投资建议表

代码		评级	目标价格	最新股价	每股收益				市盈率				市净率			
				09-11-13	08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E
H股																
海螺水泥	914 HK	审慎推荐	HKD 65	HKD 53.60	1.48	2.00	2.47	2.82	31.2	23.6	18.7	15.6	3.3	3.0	2.6	2.1
中国建材	3323 HK	审慎推荐	HKD 20	HKD 16.72	0.68	1.03	1.27	1.35	21.0	14.3	11.3	10.2	3.6	2.8	2.2	1.8
A股																
海螺水泥	600585 CH	审慎推荐	-	RMB 43.78	1.48	2.00	2.47	2.82	29.7	21.9	17.8	15.5	3.1	2.8	2.4	2.1
冀东水泥	000401 CH	中性	-	RMB 15.73	0.37	0.73	0.93	1.02	42.8	21.4	17.0	15.4	3.2	2.8	2.4	2.1
华新水泥	600801 CH	中性	-	RMB 21.93	1.14	1.12	1.24	1.28	19.2	19.5	17.6	17.1	2.2	2.0	1.8	1.7
祁连山	600720 CH	审慎推荐	-	RMB 14.25	0.37	0.83	1.20	1.34	38.3	17.1	11.9	10.7	6.4	4.7	3.3	2.5
天山股份	000877 CH	审慎推荐	-	RMB 17.64	0.62	1.04	1.48	1.66	28.5	16.9	11.9	10.7	6.5	4.9	1.8	1.1
赛马实业	600449 CH	审慎推荐	-	RMB 28.73	1.57	1.76	1.93	2.16	18.3	16.3	14.9	13.3	3.4	2.9	2.5	2.1

资料来源：中金公司研究部

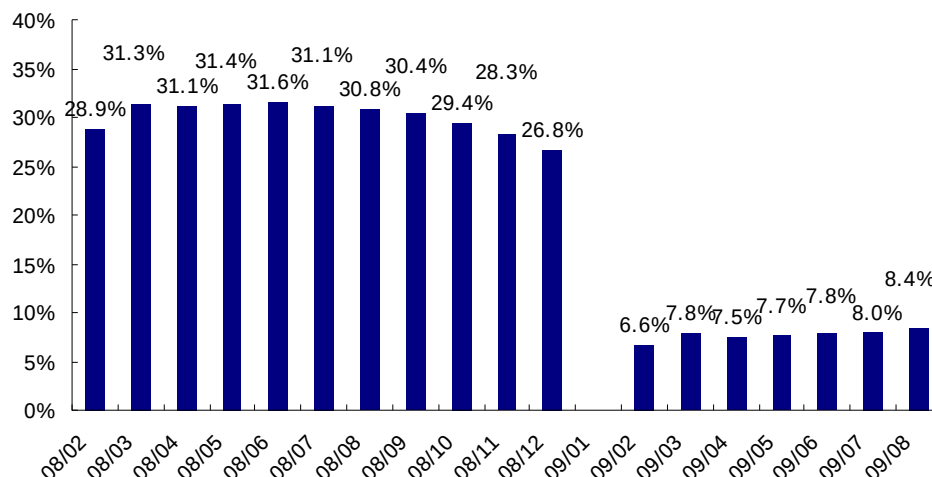
大机械

首选早周期行业、选择性投资晚周期企业

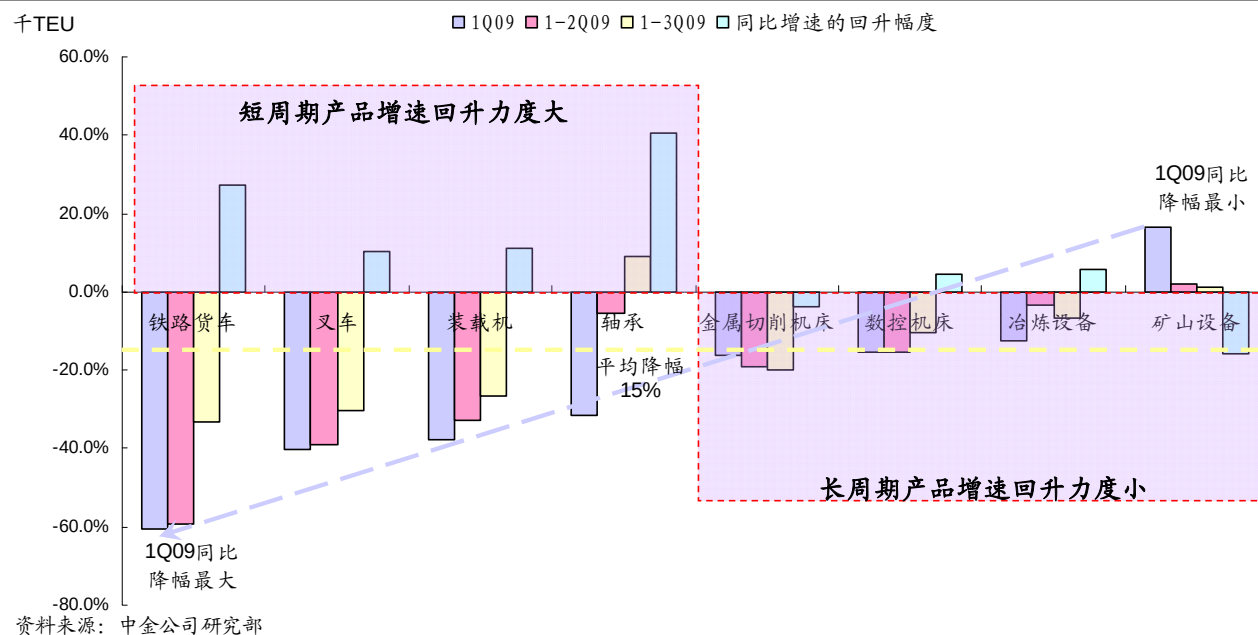
机械行业现状：依然处在复苏期

- 机械行业目前的产值增速远低于历史平均值16.3%，更低于30%的历史高峰水平。目前机械行业处在复苏期。
- 从主要机械产品09年前三季度的产量增速来看，平均而言同比下降幅度为15%。分产品来看，铁路货车、叉车、轴承等短周期产品在前期受影响最大，目前有所回升，但前三季度的增速依然为负增长。机床、冶金设备、矿山设备等长周期产品环比则没有明显改善。这些迹象都明显反映了目前机械行业依然处在复苏期

机械行业工业总产值累计增速（汽车行业除外）



主要机械产品09年前三季度产量的累计同比增速



主导机械行业的三大因素：投资、钢价和调控政策

■ 自1998年8月我国正式启动了积极财政政策以应对亚洲金融危机到2008年底我国启动四万亿投资以应对全球经济危机，十年时间内我国的经济、固定资产投资以及机械行业完整的经历了一个周期。从过去10年的历史经验可以看出固定资产投资、钢价和宏观调控政策如何影响机械行业的股价走势。

■ 展望2010年，机械行业的三大因素中，投资增速有望保持在相对合理的水平，钢材价格并不会出现暴涨，政府的宏观调控政策进行大幅调整的可能性较小。整个机械行业的股价表现将不错。

1998年以来钢价变化和固定资产投资变化趋势，对应机械行业股价走势

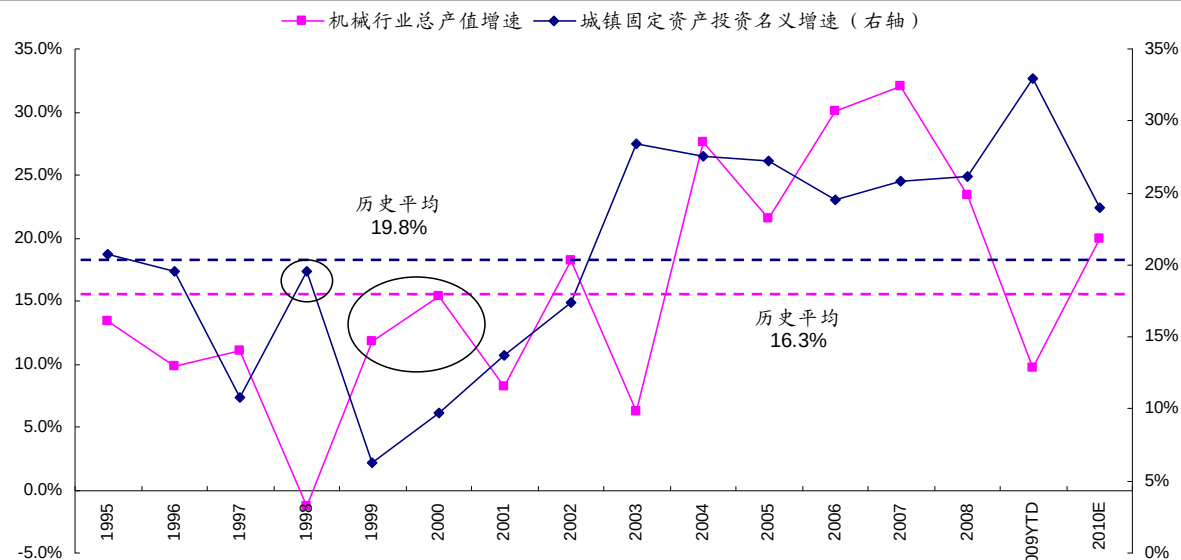


资料来源：机械工业联合会、国家统计局，中金公司研究部

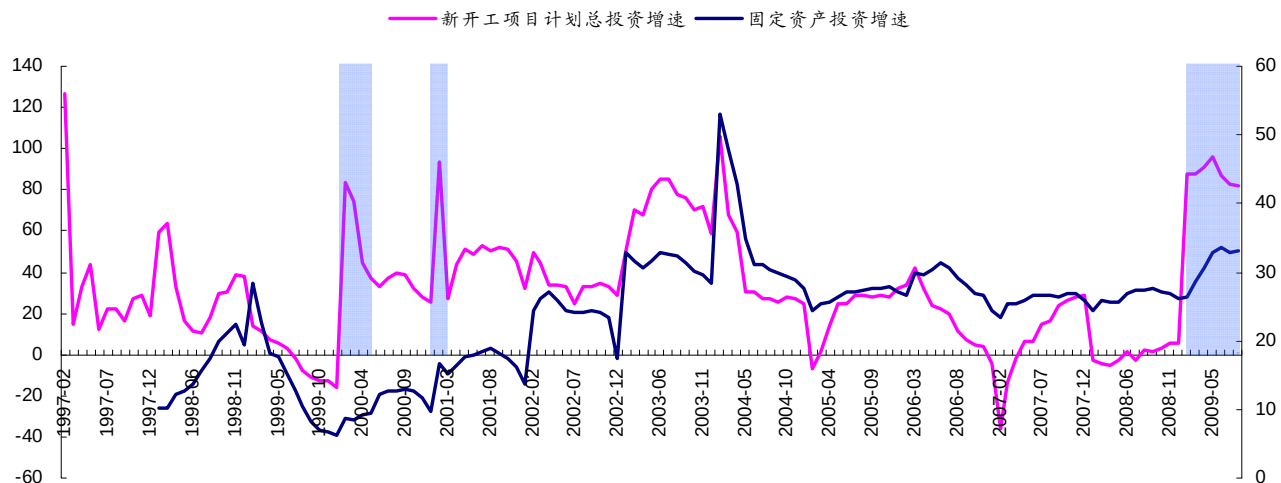
展望2010年机械行业：三大因素均有利于行业的发展

机械行业总产值增速和投资增速

- 09年投资增速将达33%，预计2010年为24%。虽然较2009年有所回落，但依然高于19.8%的平均水平
- 机械行业的需求释放较投资增长有所滞后。98年，政府的刺激政策下，当年投资增速大幅提升，即使1999年的投资增速大幅回落到6.3%，机械行业产值增速也较1998年回升。
- 此外，从新开工项目计划总投资的增速来看，自09年以来累计增速一直保持在80%以上。新开工项目的持续增长力度在历史上来看均属少有的，这也为2010年的投资奠定了基础。
- 预计机械行业2010年产值增速有望实现15-20%的增速



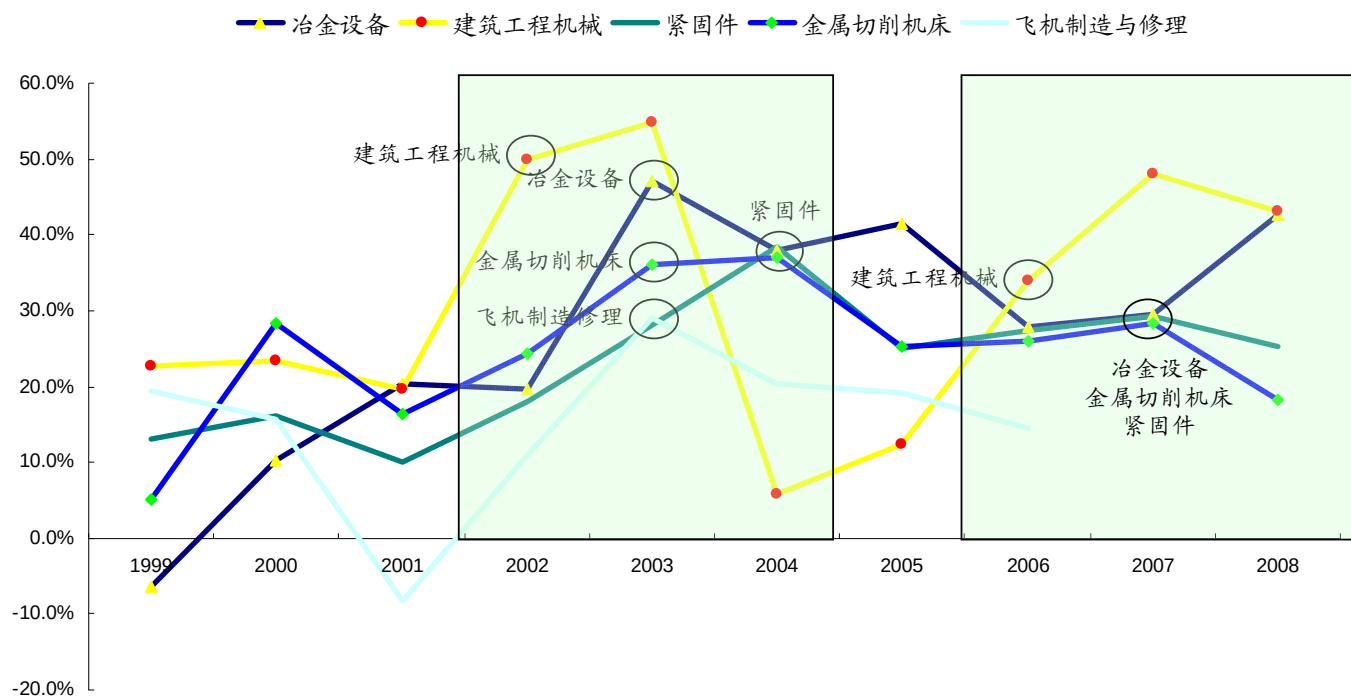
新开工项目的情况



历史经验：子行业的表现将分化，首选早周期企业

- 虽然整体而言，机械行业的表现有望有所恢复，但由于机械子行业众多，复苏也有早晚，机械子行业2010年的表现将分化。
- 根据历史经验来看，铁路货车等早周期产品的恢复要早于冶金设备、机床、飞机制造等晚周期产品

各机械子行业的收入增速

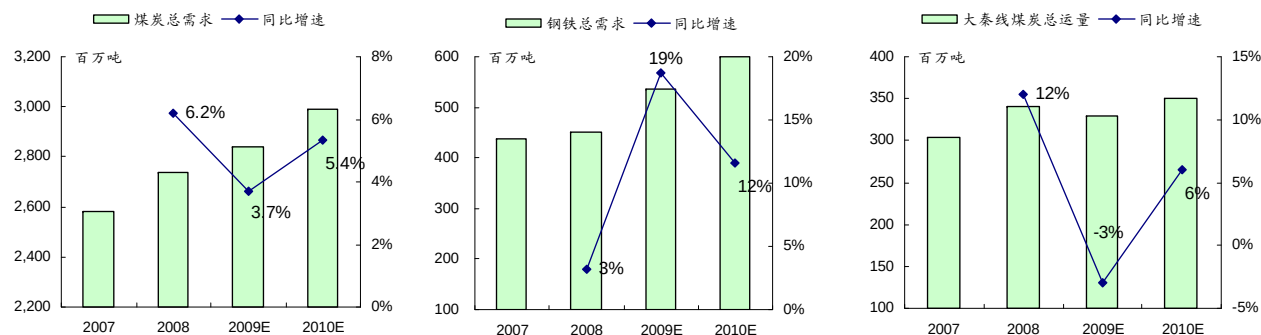


资料来源：国家统计局、中金公司研究部

铁路货车：早周期产品

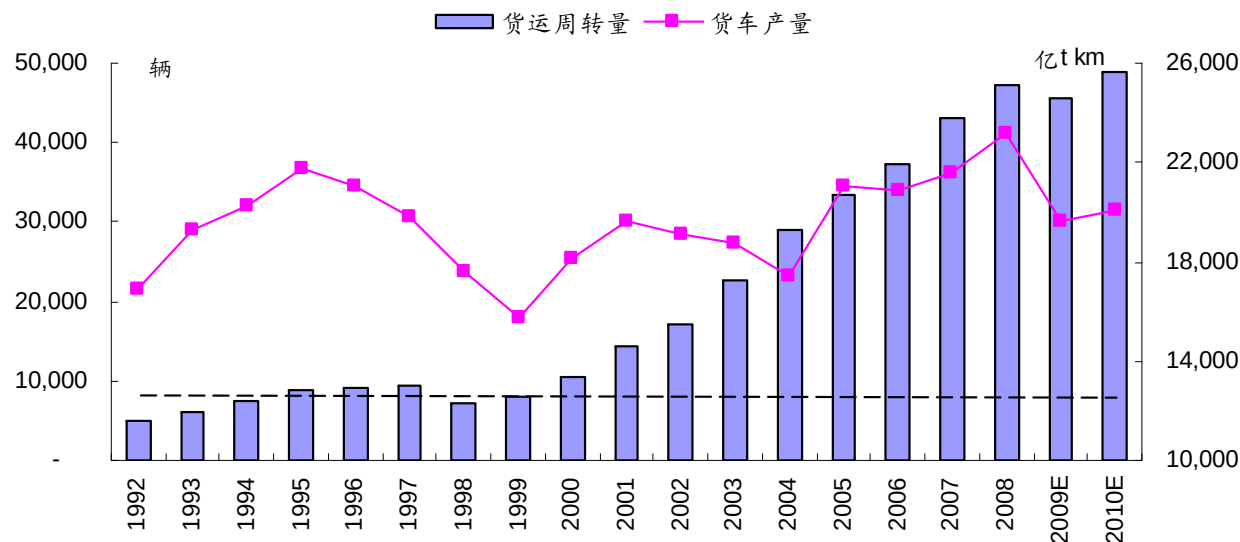
- 展望2010年，煤炭、钢铁等大宗原材料需求的增加将带动货运需求的增加。预计2010年我国铁路货运周转量有望同比增长4%，增速较2009年的负增长大幅提升。
- 货运需求的增加则有望带动铁路货车需求的增加，预计货车产量也将较2009年有所提升。若经济复苏力度较大，2010年货车产量有望进一步提高。
- 铁路货车产量的增加将使得中国南车的业绩更具有弹性和上升空间

2010年煤炭、钢铁等物资需求的增加到带动铁路货运需求的增长



资料来源：中金公司研究部

我国货运周转量及铁路货车产量

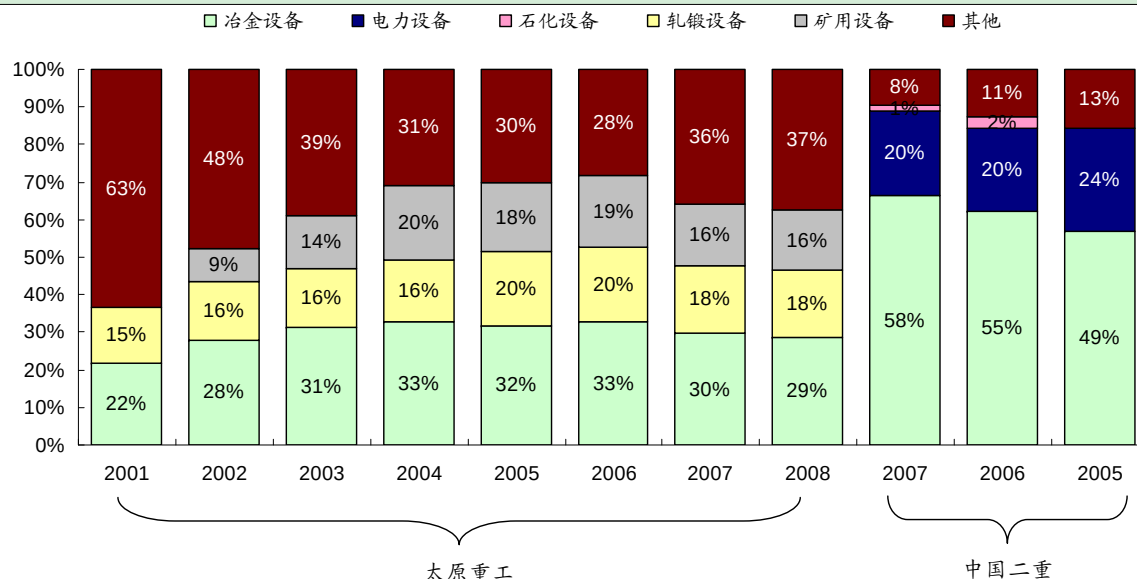


资料来源：中金公司研究部

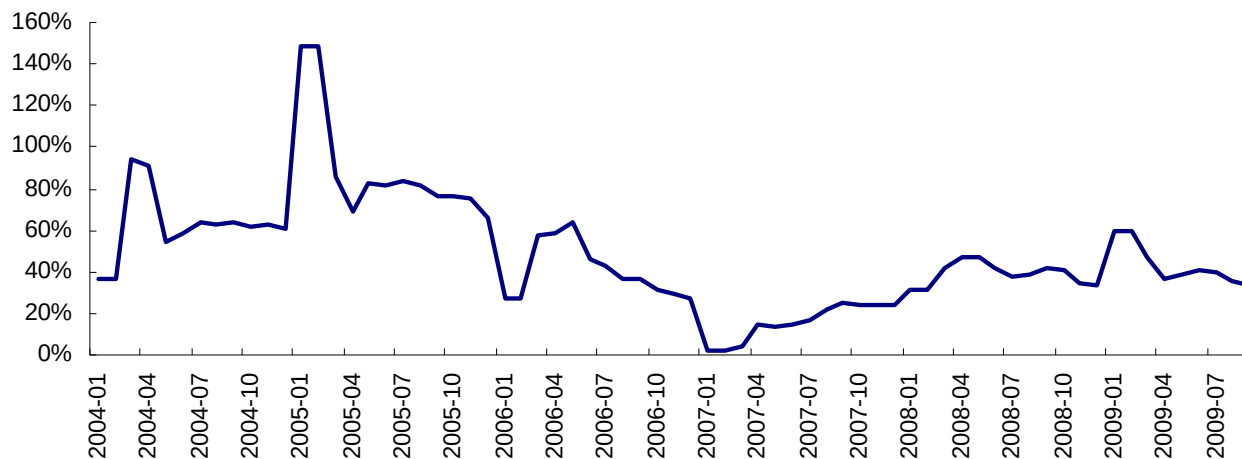
选择性投资晚周期企业：太原重工

- 重型机械是晚周期行业。
一重、二重等以冶金设备为主的传统重机企业09年新签订单有较大幅度下降，2010年业绩不乐观
- 太重自上一个经济周期以来逐渐进行了结构调整。
08年冶金设备的收入占比为29%，远低于二重的58%。此外，轧锻设备、矿用设备以及火车轮轴、风电齿轮箱等产品的收入占比逐渐扩大。产品结构的转型使得太重09年新签订单好于一重、二重
- 展望2010年，采矿业投资有望保持20%的增长，矿用挖掘机的需求将保持强劲，此外风电齿轮箱、火车轮轴等业务的发展也将形成太重新的增长点

太重与二重的收入结构对比



煤炭采掘业固定资产投资增速



选择性投资晚周期企业：昆明机床、秦川发展

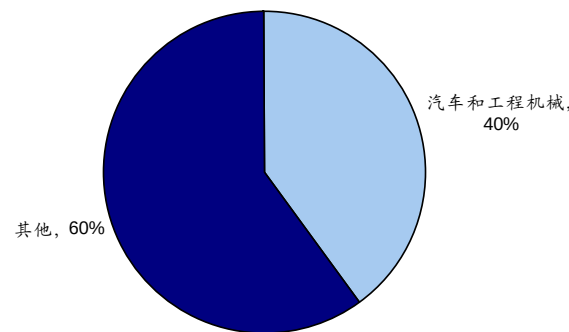
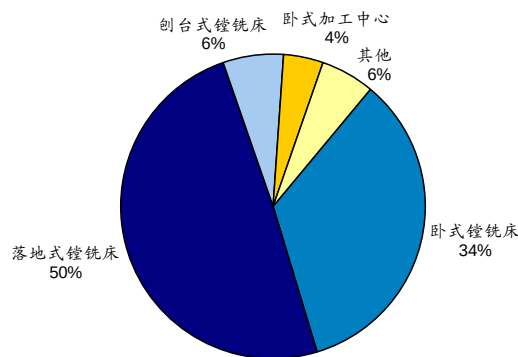
- 机床行业属于晚周期行业，2010年机床行业整体需求难有明显起色
- 但预计2010年中高端机床和大型机床将开始复苏。主要原因是：部分装备制造子行业的持续回暖；压制的升级需求有望在2010年释放；《装备制造业调整和振兴规划》以及数控机床重大科技专项，将加速产业升级。
- 昆明机床销售收入的50%是落地式铣镗床，属于中大型机床，将受益于机床行业的结构性复苏
- 秦川发展已成功进入轿车行业以及大型磨齿机、大型加工中心已经成熟，将使公司未来几年成长空间较大。同时未来有可能获得集团的资产注入预期也使公司可享受一定估值溢价。

高端机床进口额不降反增

我国进口额增速	09年1-3月累计金额同比增长	09年1-8月累计金额同比增长
单价三十万美元以上机床合计	79.4%	55.4%
单价三十万美元以下机床合计	-37.9%	-41.1%
总计	-14.8%	-22.9%

资料来源：中金公司研究部

昆明机床的收入结构（左图）、秦川发展的下游分布结构（右图）

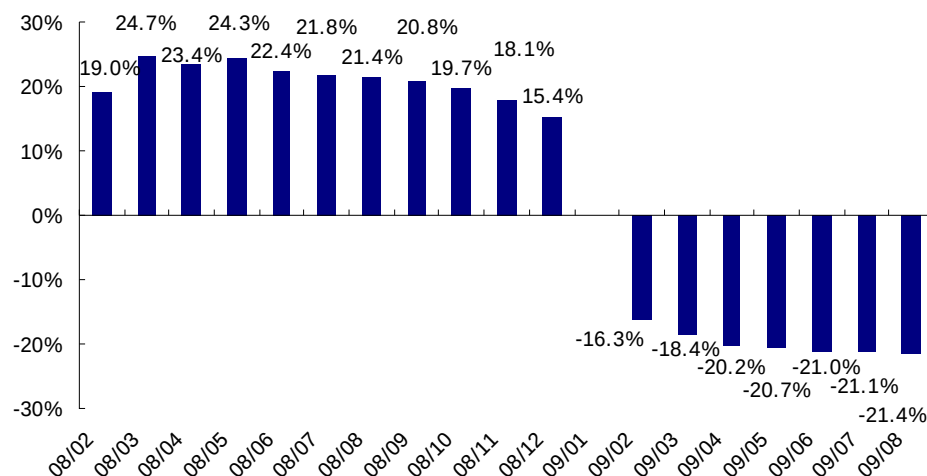


资料来源：中金公司研究部

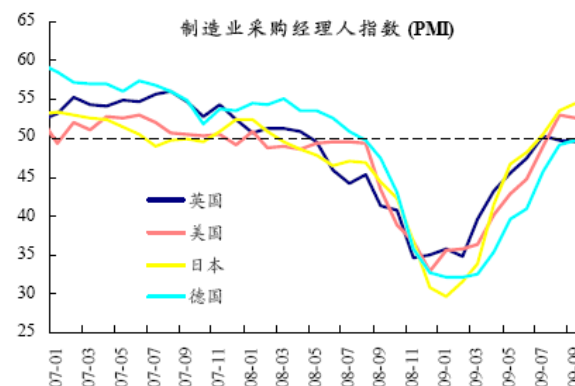
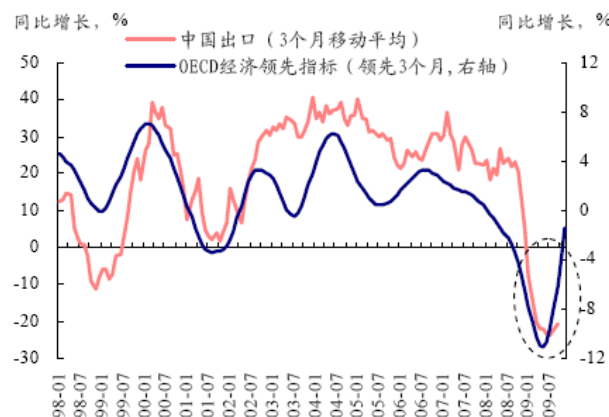
机械出口暂无起色、但有向好迹象

- 机械行业出口暂无起色，出口额下降幅度依然没有收窄
- 但外需也出现好转迹象：OECD领先指标下跌幅度放缓、海外各国PMI指数反弹

机械行业工业出口额累计增速（汽车行业除外）



外需出现好转迹象

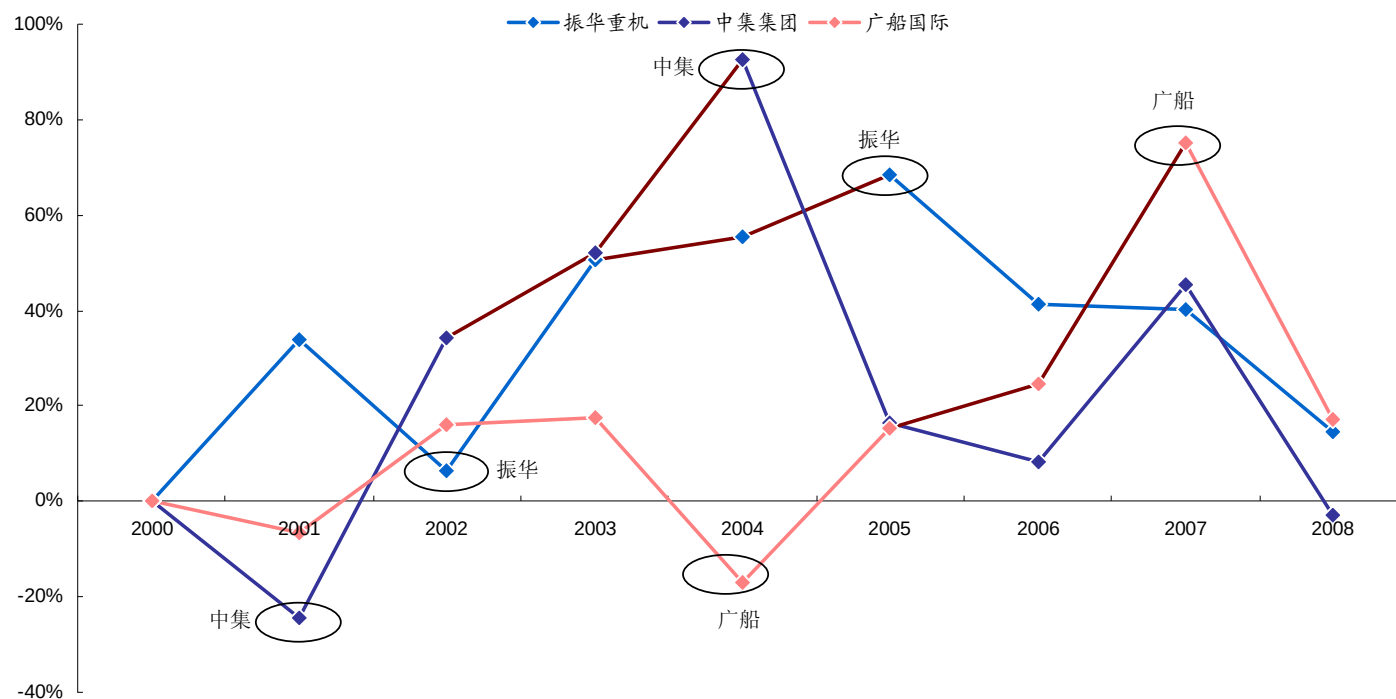


资料来源：中金公司研究部

出口板块：集装箱行业最早恢复

- 出口板块中的早周期行业是集装箱行业，其次是港口机械，最后是造船
- 从历史经验来看，中集的收入增速高峰最早达到、其次是振华，最后是广船

中集、振华、广船的收入增速

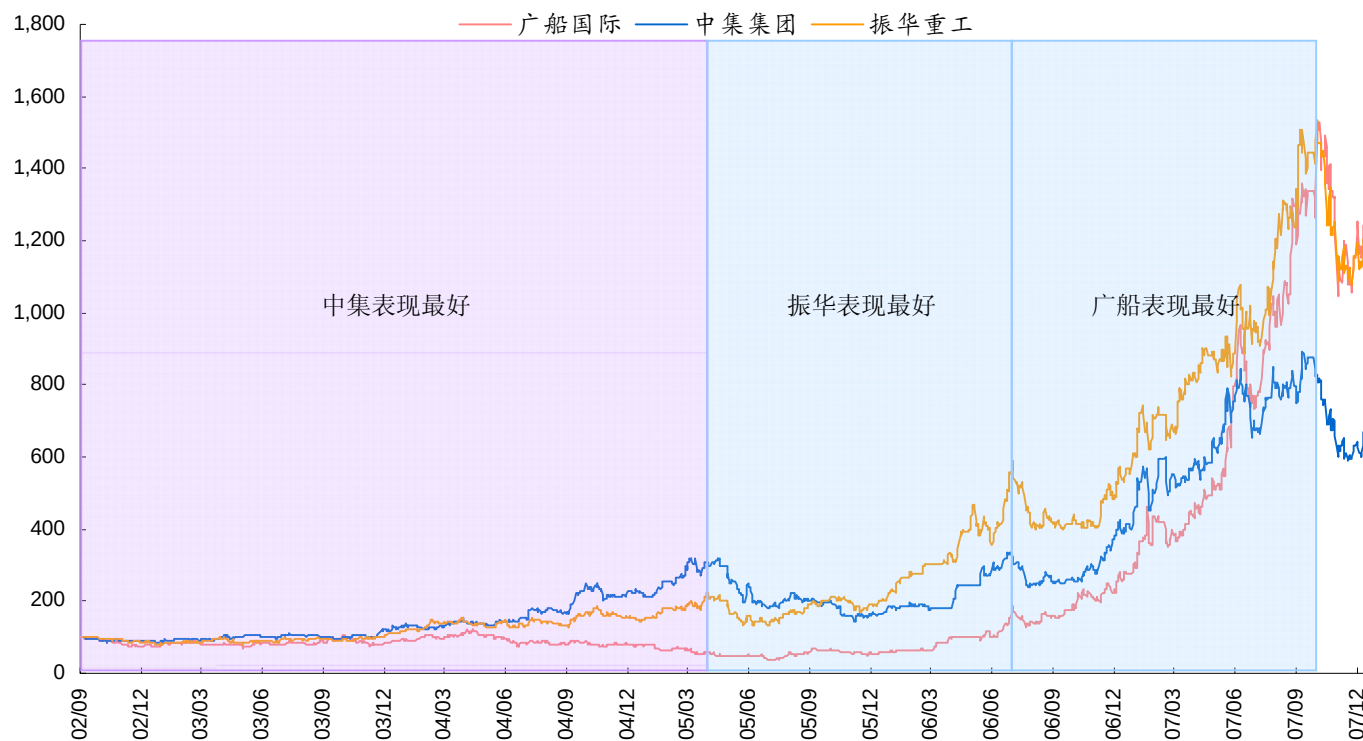


资料来源：公司资料、中金公司研究部

出口板块：中集股价最早启动

- 股价启动的顺序也是，中集最早、其次是振华、最后是广船
- 出口的复苏取决于国外经济恢复的速度。由于国内经济企稳回升的时间和程度好于国外，内需相关机械企业的回升来的更早，出口板块则要慢一些。

中集、振华、广船的股价走势

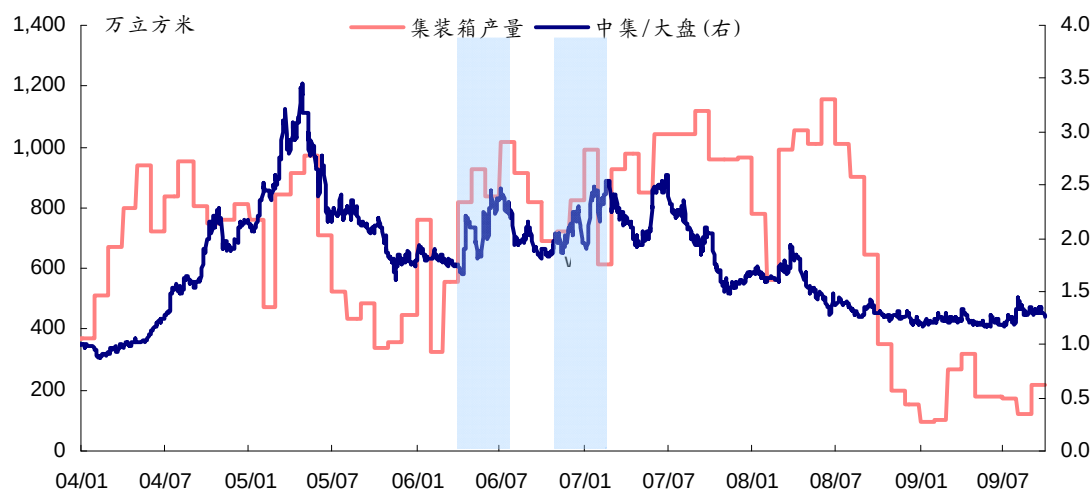
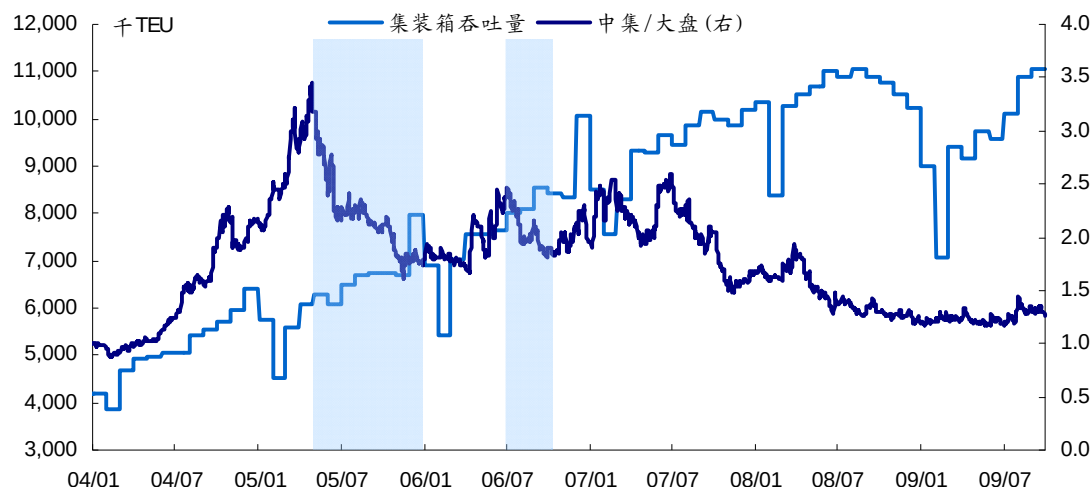


资料来源：wind、中金公司研究部

中集的股价：跟随集装箱产量而不是港口集装箱吞吐量

- 从集装箱行业经历的历次周期来看，中集股价的启动往往是伴随着集装箱产量的回升。虽然在集装箱产量恢复前，港口集装箱吞吐量在逐步向好，但并没有因此刺激中集股价的启动。预计随着2010年下半年集装箱需求的回升，中集的股价将有较好的表现。而二季度则是较好的介入时机。

中集的股价跟随集装箱产量而不是港口集装箱吞吐量而动



投资建议：首选早周期行业、选择性投资晚周期企业

- 展望2010年，我们认为机械行业整体趋势向好，但将呈现分化的局面。2010年的投资重点依然是早周期行业和部分晚周期企业

- 铁路货车（中国南车）属于早周期产品，2010年有望实现20%增长。集装箱（中集）在出口板块中属于早周期产品，预计2010年下半年需求有望回升，2010年二季度是较好的介入机会。

- 重型机械、机床、港口机械、造船等晚周期行业在行业层面的整体复苏较晚，但太原重工、昆明机床、秦川发展等产品结构优化、在细分领域具有开拓空间的企业将早于行业复苏，具有投资价值。而港口机械、造船以及普通机床企业2010年依然难有明显起色

公司名称	股价	每股收益			市盈率			市净率		
	11/11/2009	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
工程机械										
三一重工	38.3	0.77	1.40	1.80	49.9	27.3	21.3	10.5	6.3	5.0
中联重科	27.7	0.80	1.15	1.47	34.9	24.2	18.8	10.8	7.7	5.6
厦工股份	7.9	0.27	0.19	0.38	29.5	41.9	21.0	3.1	2.9	2.6
山河智能	17.9	0.19	0.40	0.54	94.4	44.8	32.9	4.1	3.7	3.4
柳工	19.3	0.52	1.02	1.20	36.9	18.8	16.0	3.4	2.4	2.0
安徽合力	12.5	0.53	0.24	0.42	23.7	51.1	29.5	2.2	2.1	2.0
中值					36.9	27.3	21.3	4.1	3.7	3.4
船舶制造										
中国船舶	82.0	6.28	4.90	5.60	13.1	16.7	14.6	4.5	3.6	2.9
广船国际	28.5	1.66	1.20	1.44	17.2	23.8	19.8	5.1	4.1	3.4
广船国际-H	14.4	1.88	1.36	1.63	7.6	10.6	8.8	2.3	1.8	1.5
中值					15.1	20.3	17.2	4.8	3.8	3.1
机床										
昆明机床	13.7	0.65	0.57	0.69	21.0	23.8	19.7	5.6	4.6	3.9
昆明机床-H	7.1	0.76	0.65	0.81	9.3	10.8	8.8	2.5	2.1	1.8
秦川发展	9.4	0.21	0.27	0.39	44.5	35.3	24.1	4.0	3.6	3.2
大族激光	8.9	0.19	0.24	0.35	45.8	37.3	25.6	3.2	2.9	2.7
华东数控	32.3	0.42	0.93	0.95	76.5	34.8	34.0	7.7	6.4	5.5
中值					45.1	35.0	24.9	4.8	4.1	3.5
其他										
中集集团	11.4	0.53	0.36	0.35	21.6	31.7	33.0	2.3	2.2	2.1
中集集团-B	8.1	0.60	0.41	0.39	13.5	19.8	20.6	1.4	1.4	1.3
振华港机	10.8	0.58	0.40	0.36	18.5	26.7	29.5	3.1	2.8	2.7
振华港机-B	0.8	0.09	0.06	0.05	9.9	14.2	15.8	1.6	1.5	1.4
中国南车	5.0	0.12	0.15	0.19	42.8	33.2	25.9	3.7	3.4	3.1
中国南车-H	4.5	0.14	0.17	0.21	33.3	26.4	21.2	2.9	2.7	2.5
太原重工	16.8	0.63	0.75	0.83	26.5	22.3	20.1	4.8	3.9	3.3
中值					26.5	26.7	25.9	3.1	2.8	2.7
国内公司中值					32.2	29.5	22.7	4.0	3.6	3.1
国际公司中值					16.4	15.4	15.8	1.8	1.7	1.6

资料来源：中金公司研究部

工程机械

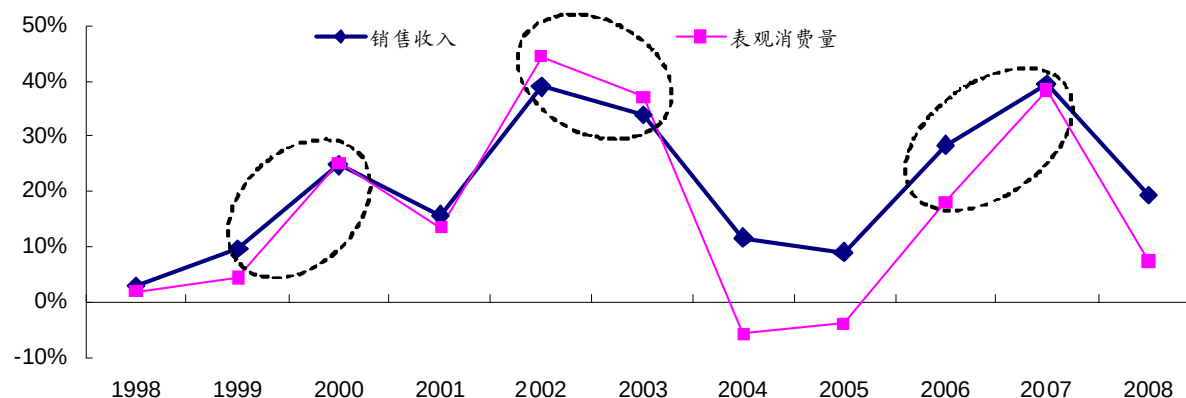
经济复苏初期，坚定持有

工程机械是短、强、快周期性行业

工程机械周期短，随投资显著波动

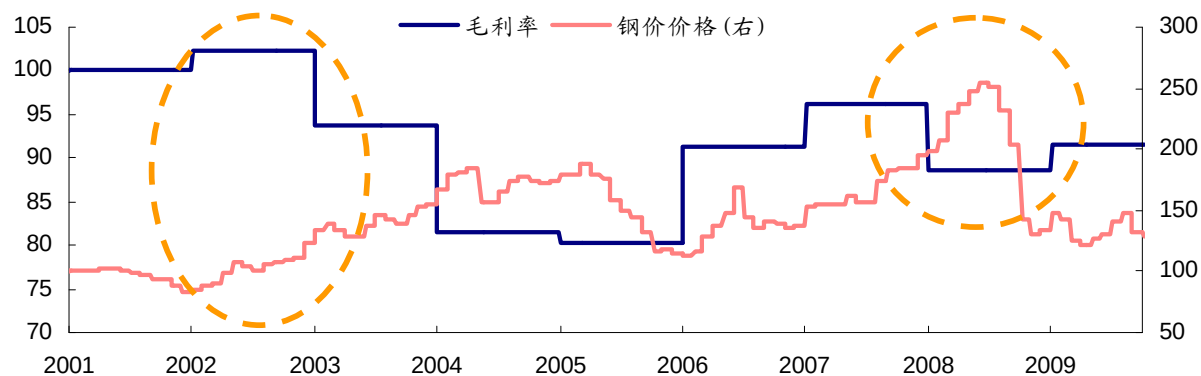
■ **短**：生产周期短，随投资需求波动而迅速调整；

■ **强**：经济回升初期，收入和毛利率同时恢复性改善



工程机械强周期，经济复苏初期盈利能力也较强

■ **快**：与其它投资相关行业（钢铁、水泥）相比，工程机械在资本市场中反应最快，经济回升初期率先跑赢大盘



资料来源：中国工程机械统计年鉴、中金公司研究部

2010年有望实现20%的增长

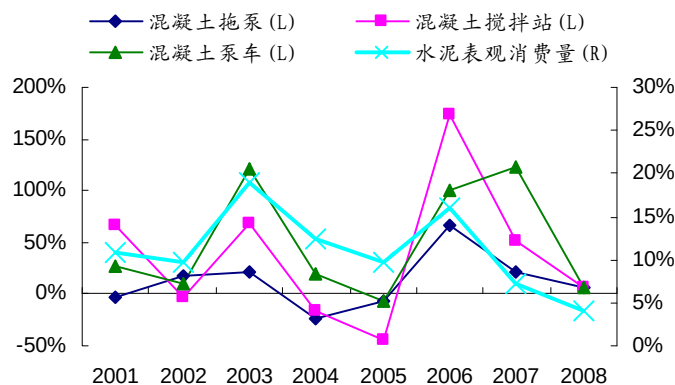
- 明年工程机械需求将主要来自基建的平稳过渡、房地产的复苏及外需的回暖

2010年主要产品有望实现20%的增长

销量增速	2008	1-3Q09	2009E	2010E
混凝土机械	39.6%	32.0%	35.0%	25.0%
汽车式起重机	11.2%	14.4%	18.0%	20.0%
挖掘机	15.9%	4.9%	10.0%	15.0%
装载机	4.0%	-26.4%	-15.0%	5.0%
叉车	10.0%	-30.0%	-20.0%	20.0%

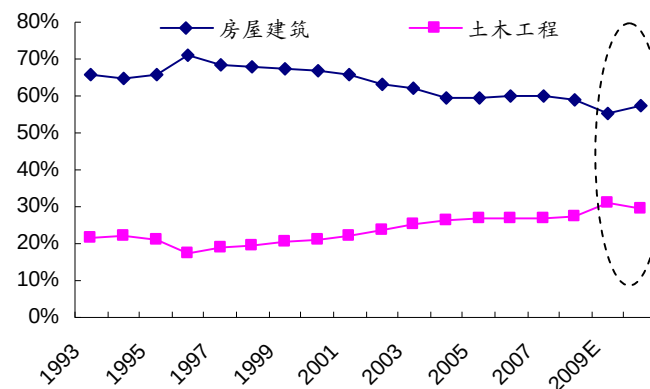
资料来源：中金公司研究部

混凝土机械相比于水泥消费，弹性更大



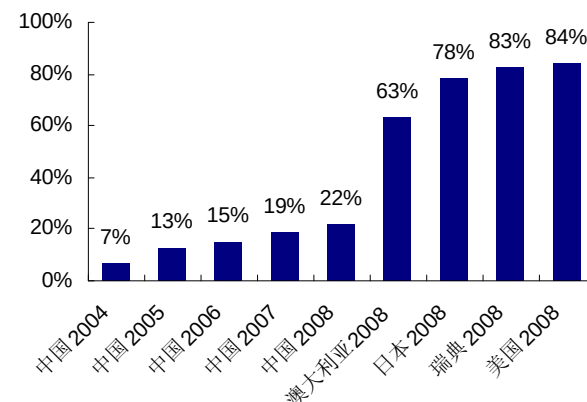
资料来源：中国工程机械统计年鉴、中金公司研究部

最大推动力来源于房地产市场的复苏



资料来源：中国统计年鉴、中金公司研究部

我国商品混凝土仍处于快速推广阶段



资料来源：中金公司研究部

各种建筑施工类型对不同工程机械需求有所不同

- 我们重点考察不同建筑施工类型对不同工程机械的需求有所不同;

- 明年房地产市场复苏的背景下, 认为混凝土机械和起重机将实现较高增长

房屋建筑以混凝土机械和起重机为主

机械产品	占比
挖掘机、装载机及推土机	2.6%
自卸汽车	3.4%
夯击机械	0.5%
压路机	0.0%
桩工机械	27.0%
移动起重机	9.0%
塔式起重机	17.1%
混凝土机械	23.2%
其他	17.3%
合计	100.0%
设备投资占总投资比例	1.6%

资料来源: 中金公司研究部

公路建设总体设备使用较少

机械产品	占比
挖掘机、装载机及推土机	21.8%
路面机械	56.5%
自卸汽车	19.7%
其他	2.0%
合计	100.0%
设备投资占总投资比例	1.7%

资料来源: 中金公司研究部

铁路建设应用挖掘机、混凝土机械较多

机械产品	占比
挖掘机	37.5%
混凝土机械	17.5%
推土机	10.3%
铲运机	11.0%
装载机	1.3%
凿岩机械	0.5%
起重机	0.1%
自卸汽车	16.9%
其他	4.9%
合计	100.0%
设备投资占总投资比例	7.5%

资料来源: 中金公司研究部

地铁建设盾构机是核心

机械产品	占比
盾构机	54.2%
混凝土机械	18.9%
各类起重机	5.2%
其他	21.7%
总计	100.0%
设备投资占总投资比例	13.3%

资料来源: 中金公司研究部

建筑施工不同阶段对不同设备需求也不同——以地铁为例

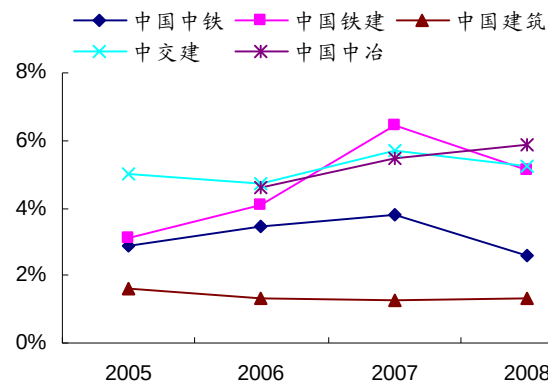
工程机械格产品销量逐步实现正增长，见底回升

车站主体	单位平米			总面积	总台班	工期6个月	每天工作时间16小时	共需要台数	总价	
机械费	履带式单斗挖土机1.0m3	台班	0.05	16,000	800	180	2	49	48,888,889	
	自卸汽车15t	台班	0.36	16,000	5,760	180	2	352	105,600,000	
	履带式起重机15t	台班	0.13	16,000	2,080	180	2	127	25,422,222	
	履带式起重机25t	台班	0.06	16,000	960	180	2	59	14,666,667	
	履带式起重机40t	台班	0.05	16,000	800	180	2	49	29,333,333	
	履带式起重机60t	台班	0.01	16,000	160	180	2	10	7,822,222	
	履带式推土机105kw	台班	0.04	16,000	640	180	2	39	19,555,556	
	履带式液压抓斗成槽机	台班	0.1	16,000	1,600	180	2	98	195,555,556	
	泥浆制作循环设备	台班	0.09	16,000	1,440	180	2	88	33,440,000	
	电动多级离心泵（扬程280m以上）	台班	0.02	16,000	320	180	2	20	684,444	
	载重汽车4t	台班	0.28	16,000	4,480	180	2	274	21,902,222	
盾构区间	台			总台数	共需要台数				总价	
	履带式起重机15t	台班	18.233	22	2				445,696	
	履带式起重机25t	台班	25.58	22	3				781,611	
	履带式起重机40t	台班	20.16	22	2				1,478,400	
	履带式起重机60t	台班	11.37	22	1				1,111,733	
	履带式起重机300t	台班	14.97	22	2				18,296,667	
	龙门式起重机10t	台班	36.96	22	5				135,520	
	双慢电动卷扬机 10t	台班	66.75	22	8				244,750	
	交流电焊机 30KV·A	台班	127.48	22	16				46,743	
盾构掘进	米			全长	双线	总台班	22标段	每标段距离	共需要台数	总价
	刀盘式土压平衡盾构机(φ<=7m)	台班	1.04	24,550	2	51,064	22	2,232	22	1,100,000,000
	龙门式起重机	台班	0.99	24,550	2	48,609	22	2,232	135	4,050,750
	电动单级离心清水泵 φ200	台班	1.04	24,550	2	51,064	22	2,232	142	425,533
	轴流风机 100kw	台班	1.87	24,550	2	91,817	22	2,232	255	510,094
	盾构同步注浆泵	台班	0.48	24,550	2	23,568	22	2,232	65	1,178,400
	自卸汽车 15t	台班	0.97	24,550	2	47,627	22	2,232	132	39,689,167
地下线综合	单线公里			全长	双线	总台班		共需要台数		总价
	轨道车<=120kw	台班	10	24.55	2	471		29		576,107
	铺轨滚筒平车<=8t	台班	7	24.55	2	347		21		211,839
	轨道式电瓶车	台班	2	24.55	2	101		6		276,801
	K-900焊机	台班	5	24.55	2	236		14		144,027
	门式起重机10t	台班	6	24.55	2	314		19		576,107
	卷扬机(单筒快速)1t	台班	6	24.55	2	314		19		576,107
	电动空气压缩机（3立方米每分钟）	台班	6	24.55	2	314		19		384,071
	锯轨机	台班	2	24.55	2	79		5		48,009
	钢轨调直机	台班	2	24.55	2	118		7		104,419
	轨道平板吊车	台班	7	24.55	2	358		22		219,041
	打磨机	台班	6	24.55	2	314		19		192,036
	轨道平车	台班	20	24.55	2	984		60		1,203,223
	泵车	台班	29	24.55	2	1,433		88		350,224,844
	电动卷扬机	台班	14	24.55	2	685		42		1,256,633
	汽车式起重机5t	台班	2	24.55	2	97		6		594,110
	轨道式内燃起重机	台班	2	24.55	2	75		5		1,377,255

基建+地产保障明年内需旺盛

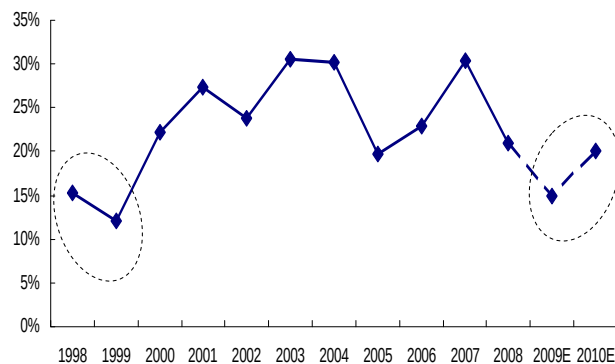
- 建筑公司在手订单充裕，10年施工量饱满，工程机械需求有保障；

建筑企业Capex与当年施工量相对稳定



资料来源：公司资料、中金公司研究部

与99年不同，2010年房地产实现复苏



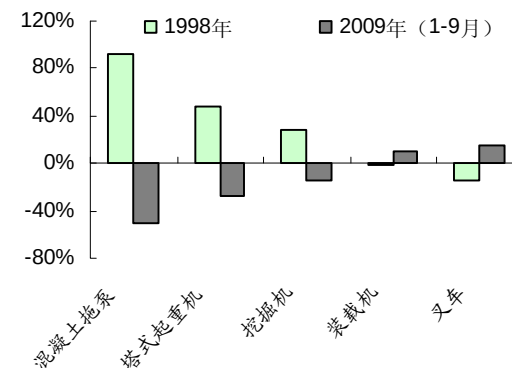
资料来源：中国统计年鉴、中金公司研究部

目前基建企业在手订单充裕

	2005	2006	2007	2008	1-3Q09
中国中铁	1.1	1.0	1.2	1.8	2.5
中国铁建	1.3	1.3	1.8	2.1	2.8
中国建筑	1.1	1.4	1.8	1.6	2.1
中交建	1.5	1.3	1.6	1.9	n.a.
中国中冶	n.a.	0.9	1.2	1.1	n.a.
葛洲坝	n.a.	5.0	6.9	5.8	n.a.
中铁二局	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
隧道股份	0.5	1.0	1.3	1.0	n.a.

资料来源：公司资料、中金公司研究部

混凝土机械和起重机会比99年更好



资料来源：中国工程机械统计年鉴、中金公司研究部

外需的回暖是趋势

- 随全球经济的企稳回升，工程机械出口有望走出低谷，按照月均出口额估算，同比09年应有20%以上增长；

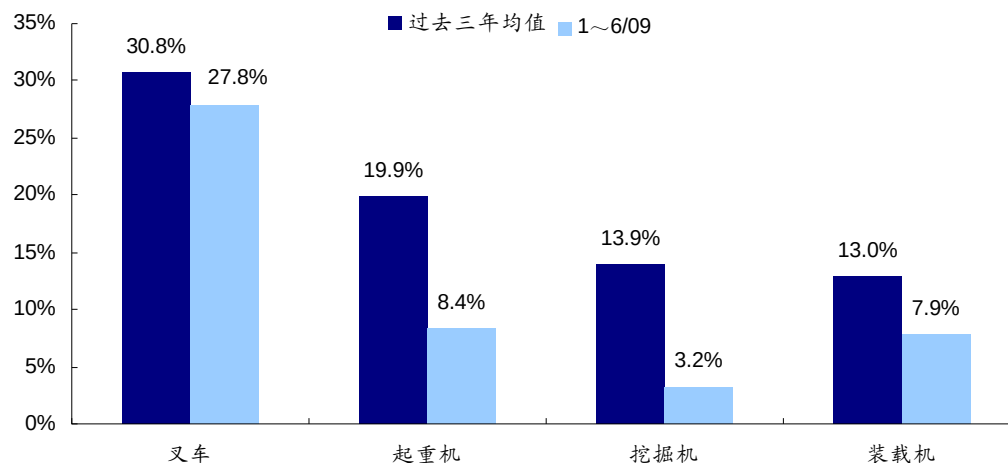
- 若出口实现复苏，则叉车、起重机销量弹性较大

工程机械明年出口预测

2006年	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12月均出口量	
挖掘机	497	847	573	549	792	642	567	816	1,063	519	701	465	669
装载机	598	417	711	697	734	784	819	816	960	849	981	984	779
起重机	103	94	46	82	75	108	112	108	203	91	159	303	124
叉车	1,884	1,268	2,125	1,874	2,073	1,926	2,147	2,691	2,520	2,545	2,731	2,673	2,205
2007年	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12月均出口量	
挖掘机	720	646	503	817	715	859	769	914	734	804	856	363	725
装载机	1,245	1,260	1,616	1,892	1,645	2,116	2,254	2,224	2,553	2,227	1,945	2,319	1,941
起重机	269	310	330	494	237	421	432	462	378	401	492	410	386
叉车	2,899	3,366	2,812	3,966	3,659	3,915	4,735	4,489	4,629	3,848	5,230	4,999	4,046
2008年	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12月均出口量	
挖掘机	810	812	825	723	826	716	934	743	765	663	418	418	721
装载机	2,025	1,974	2,525	2,692	3,036	3,013	2,438	2,132	2,437	2,067	1,482	1,482	2,275
起重机	451	531	431	550	715	445	950	800	567	492	750	684	614
叉车	5,448	5,448	5,448	5,772	5,074	5,231	5,811	4,936	5,211	5,105	3,481	3,121	5,007
2009年	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12月均出口量	
挖掘机	220	225	225	281	204	299	304	256	252	-65.1%		350	39.0%
装载机	1,070	1,078	1,078	1,159	1,111	1,217	1,615	1,367	1,212	-46.7%		1,500	23.8%
起重机	160	164	164	162	258	202	201	233	193	-68.6%		260	34.7%
叉车	3,130	3,135	3,135	3,423	3,132	621	621	2,159	2,420	-51.7%		3,200	32.3%

资料来源：海关数据、中金公司研究部

各产品出口占销量比重，以反映出口弹性的大小



资料来源：海关数据、中金公司研究部

出口到中东、北非等资源类国家的产品有望率先复苏

- 复苏顺序上，出口到中东、北非等资源类国家相对占比较高的产品有望率先实现率先复苏，如起重机；

叉车主要出口国

(美元)	叉车	占比
俄罗斯	53,763,771	7%
波兰	30,451,314	4%
巴西	27,924,827	4%
阿根廷	27,755,849	4%
德国	27,584,703	4%
土耳其	26,056,316	4%
法国	23,906,951	3%
美国	22,642,937	3%
南非	22,578,760	3%
澳大利亚	19,546,183	3%
前十大市场合计	282,211,611	39%

资料来源：海关数据、中金公司研究部

混凝土机械主要出口国

(美元)	混凝土机械	占比
俄罗斯联邦	74,437,474	13%
乌克兰	41,580,332	7%
阿联酋	37,401,167	7%
安哥拉	35,941,040	6%
阿尔及利亚	28,310,562	5%
印度	25,339,434	5%
越南	24,018,780	4%
利比亚	22,655,782	4%
南非	16,776,028	3%
哈萨克斯坦	15,207,294	3%
前十大市场合计	321,667,893	58%

资料来源：海关数据、中金公司研究部

起重机主要出口国

(美元)	起重机	占比
阿联酋	397,828,003	18%
印度	229,445,854	11%
巴西	204,159,549	9%
俄罗斯联邦	151,845,203	7%
沙特阿拉伯	89,743,649	4%
新加坡	70,860,060	3%
越南	70,337,698	3%
哈萨克斯坦	63,288,807	3%
安哥拉	57,330,192	3%
印度尼西亚	44,721,827	2%
前十大市场合计	1,379,560,842	63%

资料来源：海关数据、中金公司研究部

装载机主要出口国

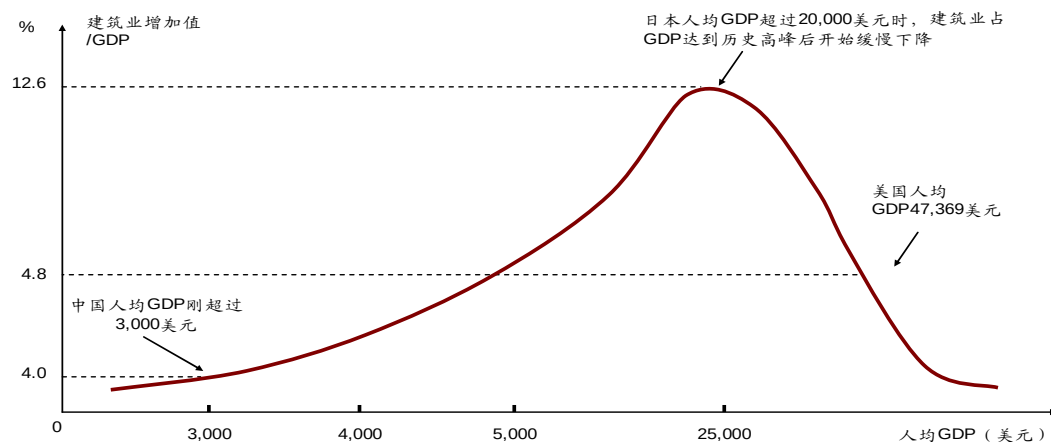
(美元)	装载机	占比
俄罗斯	141,614,730	16%
伊朗	109,166,044	12%
利比亚	47,733,387	5%
阿尔及利亚	43,408,332	5%
印度	31,234,813	3%
沙特阿拉伯	30,017,157	3%
阿根廷	29,704,972	3%
哈萨克斯坦	27,894,812	3%
乌克兰	23,213,478	3%
安哥拉	22,906,877	3%
前十大市场合计	506,894,602	56%

资料来源：海关数据、中金公司研究部

我国工程机械长期发展前景广阔

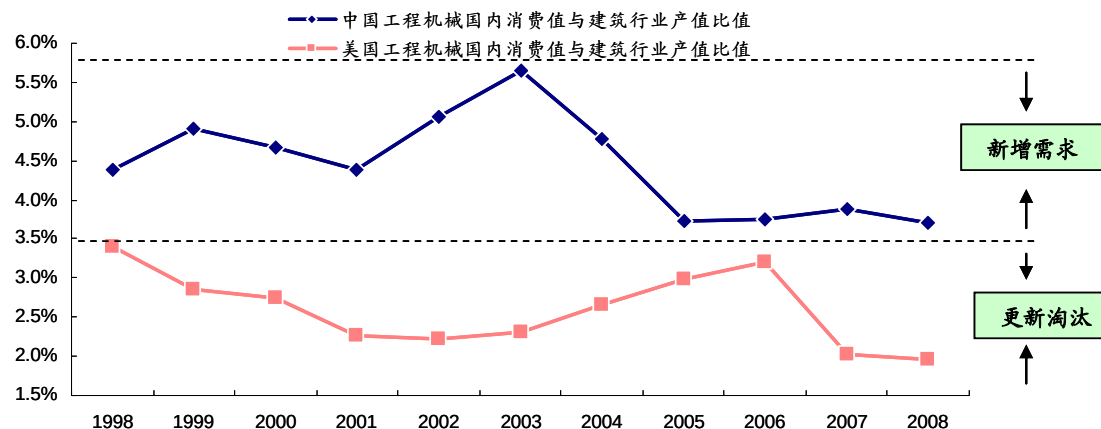
- 建筑活动仍处于高峰活跃阶段；

建筑市场随人均GDP的增长而逐步走向成熟



- 工程机械表观消费与建筑业维持稳定比例

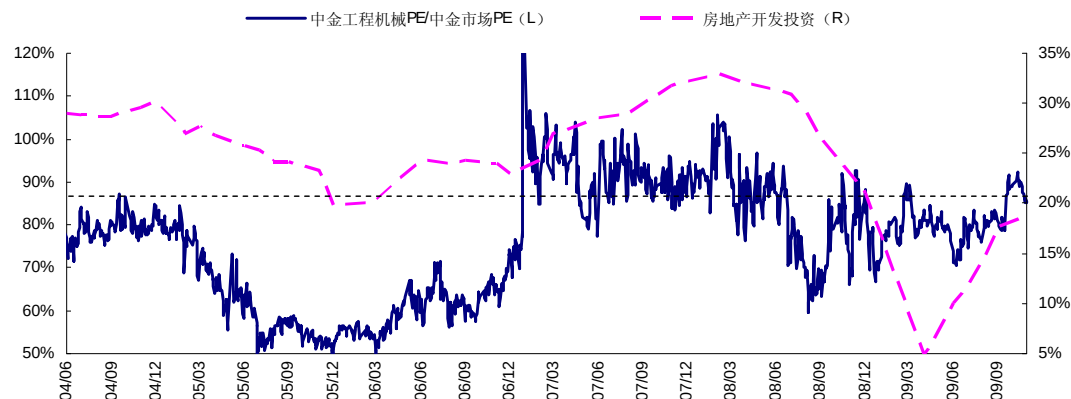
美国和中国工程机械表观消费值占建筑业总产值的比重



当前工程机械估值水平未能反映工程机械显著顺周期特征

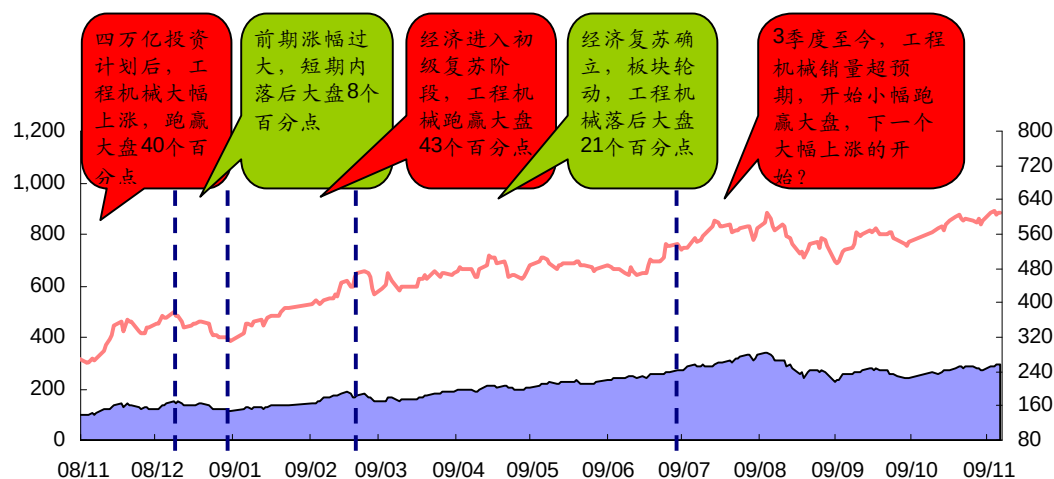
- 工程机械板块相对大盘平均估值水平，与房地产开发投资有显著相关性；

工程机械板块相对于大盘估值仍有较大提升空间



- 2010年有望在业绩超预期、估值水平进一步提升的双重驱动下，再度领跑大盘

08年刺激政策以来工程机械板块阶段表现



投资策略

- 历史上，工程机械板块跑输大盘三种可能，1）经济周期向下，行业需求萎缩；2）经济过热后期，钢价大幅上涨带来成本压力；3）经济复苏中期，工程机械由于前期上涨而出现阶段性调整，短期内发生可能性都比较小；
- 从内需出发，推荐行业龙头三一重工等混凝土机械公司
- 长期上若外需复苏显著，安徽合力、山河智能等公司业绩弹性较大

工程机械板块投资策略

公司名称 代码		评级	最新股价	每股收益				市盈率				市净率			
			2009-11-13	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
A股															
三一重工	600031 CH Equity	推荐	37.89	0.77	1.40	1.80	2.28	49.4	27.0	21.1	16.6	10.4	6.2	4.9	3.9
中联重科	000157 CH Equity	推荐	28.42	0.80	1.15	1.47	1.85	35.7	24.8	19.3	15.4	11.0	7.8	5.7	4.2
山河智能	002097 CH Equity	审慎推荐	17.86	0.19	0.40	0.54	0.73	94.4	44.8	32.9	24.6	4.1	3.7	3.4	3.0
柳工	000528 CH Equity	审慎推荐	19.52	0.52	1.02	1.20	1.44	37.3	19.1	16.2	13.6	3.5	2.4	2.0	1.7
安徽合力	600761 CH Equity	审慎推荐	12.54	0.53	0.24	0.42	0.52	23.7	51.3	29.6	24.1	2.2	2.1	2.0	1.9

资料来源：中金公司研究部

建筑

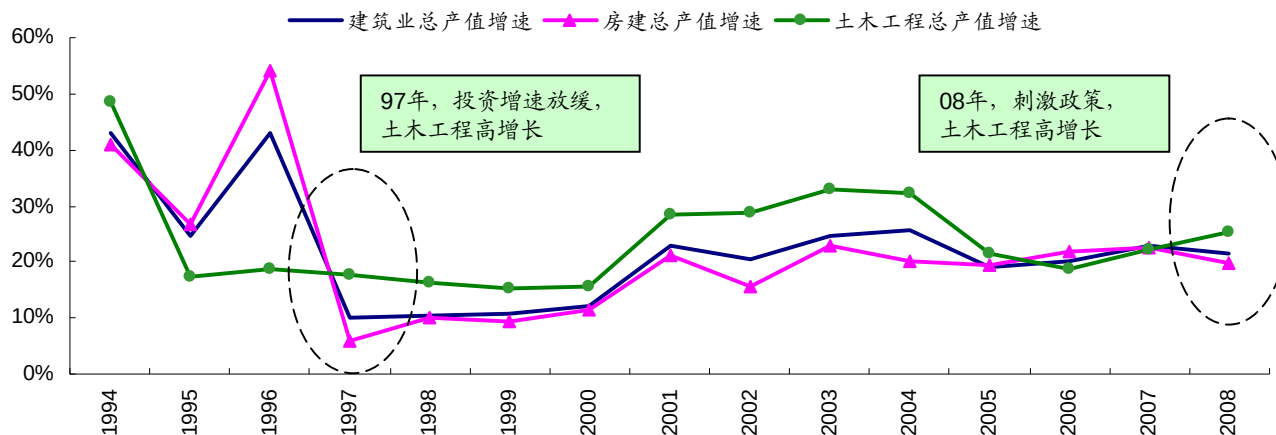
周期性与防御性并存

建筑行业——周期性与防御性并存

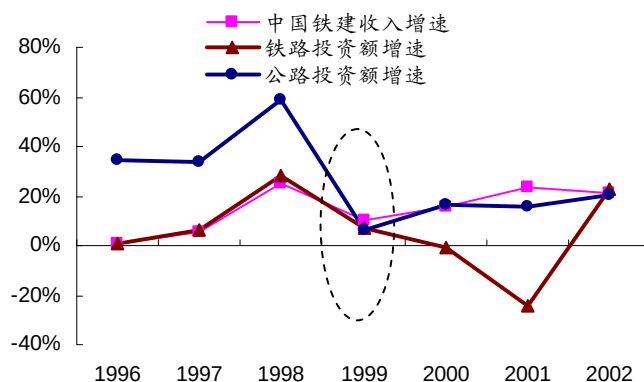
- **周期性：**宏观经济向上，以房地产为代表的私人投资活跃，房屋建筑及相关市政工程整体表现出较高增长；
- **防御性：**宏观经济下行，政府采取扩张性财政政策，政府主导的铁路、公路等基础设施建设实现逆周期的高增长

- 不必对基建公司过于悲观

建筑业：周期性与防御性并存

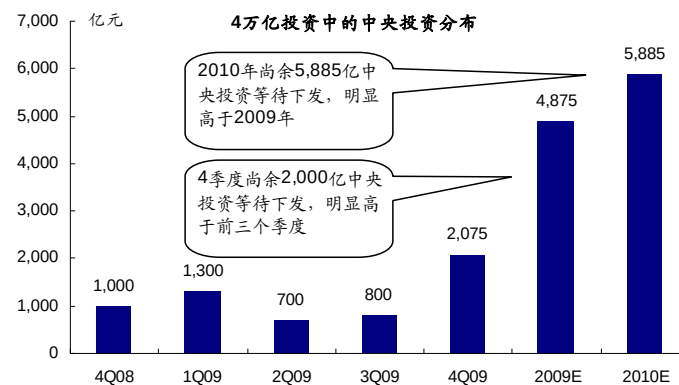


基建周期长，公司收入会平滑行业投资增长



资料来源：中国统计年鉴、中金公司研究部

政府仍然有充足弹药，支持未来发展

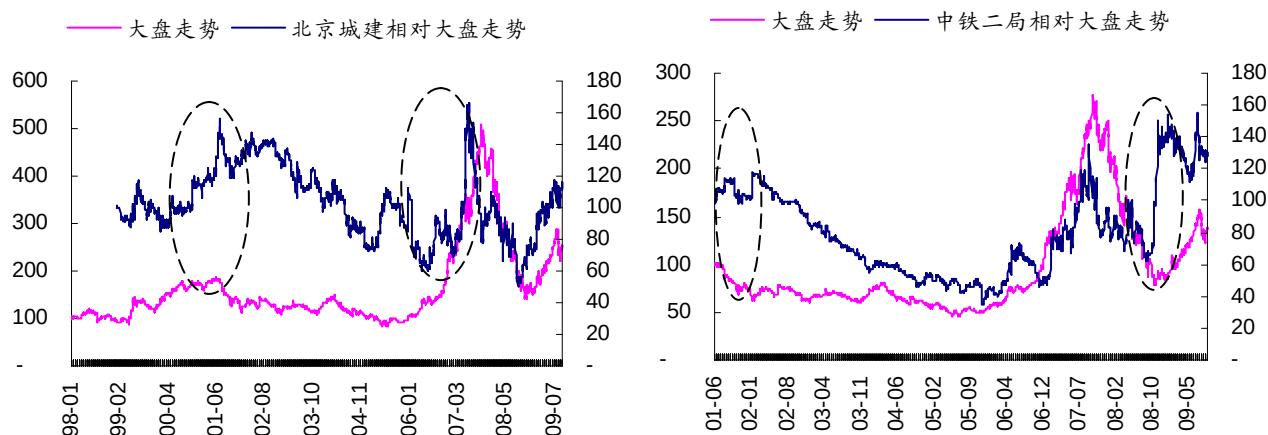


资料来源：中金公司研究部

建筑板块股票表现同样分化

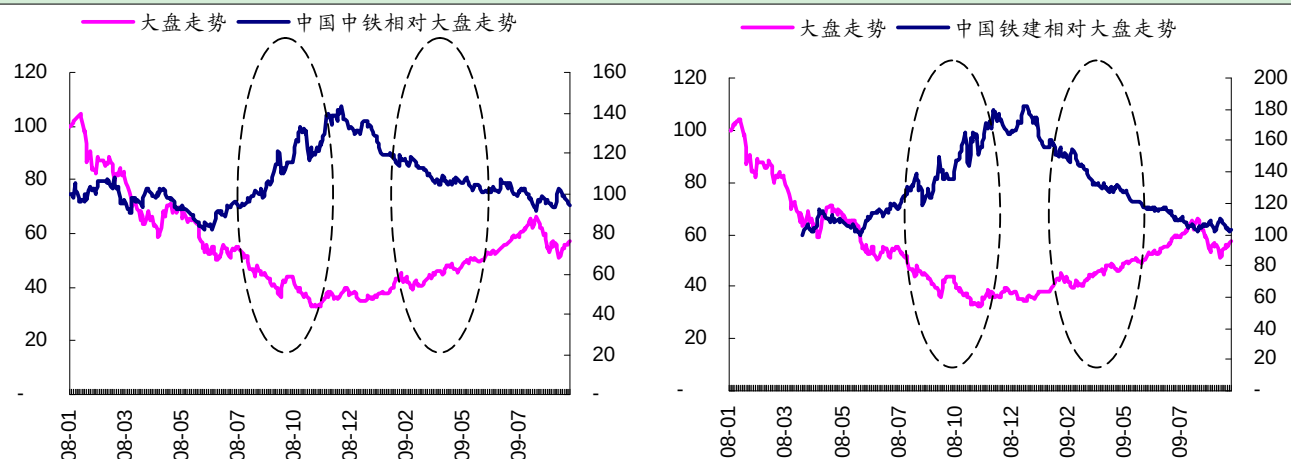
■ **周期性：**宏观经济向上，北京城建、中铁二局等与房屋建筑、房地产更为相关的建筑公司显著跑赢大盘

周期性——周期向上，北京城建、中铁二局显著跑赢大盘



■ **防御性：**宏观经济下行，国家出台积极财政政策，中国中铁、中国铁建走势强劲

防御性——周期向下，中国中铁、中国铁建走势较强



Source: Bloomberg, CICC research

投资策略——进可攻、退可守

- **进可攻：**经济向上，选择中国建筑、中国中冶、中铁二局等顺周期类公司；

- **退可守：**经济向下，选择中国中铁、中国铁建等防御性公司；

建筑板块投资策略

代码	评级	目标价格	最新股价	每股收益				市盈率				市净率				
				2009-11-13	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
H股																
中国中铁 390 HK	中性	HKD 7.00	HKD 6.40	0.05	0.28	0.37	0.45	105.1	19.8	15.8	12.9	2.1	2.0	1.9	1.7	
中国铁建 1186 HK	中性	HKD 13.00	HKD 10.68	0.30	0.48	0.62	0.76	31.1	19.5	15.6	12.8	2.4	2.2	2.1	1.8	
中交建 1800 HK	中性	HKD 9.50	HKD 8.26	0.41	0.52	0.60	0.70	17.3	14.1	12.4	10.7	2.6	2.3	2.1	1.8	
中国中冶 1618 HK	审慎推荐	HKD 6.03	HKD 5.09	0.16	0.26	0.33	0.41	26.8	17.3	14.0	11.3	41.5	2.2	2.1	1.8	
A股																
中国中铁 601390 CH	中性		RMB 6.16	0.05	0.28	0.37	0.45	117.7	21.6	16.7	13.7	2.3	2.2	2.0	1.8	
中国铁建 601186 CH	中性		RMB 9.19	0.30	0.48	0.62	0.76	31.1	19.1	14.8	12.1	2.4	2.2	2.0	1.7	
中国建筑 601668 CH	推荐		RMB 4.82	0.09	0.16	0.22	0.27	52.7	29.7	22.3	17.5	9.4	2.1	2.0	1.8	
中国中冶 601618 CH	审慎推荐		RMB 5.65	0.16	0.26	0.33	0.41	34.6	21.9	17.1	13.7	30.1	2.8	2.5	2.2	
葛洲坝 600068 CH	审慎推荐		RMB 11.58	0.49	0.75	0.92	1.10	23.8	15.5	12.7	10.6	4.2	2.6	2.2	2.0	
中铁二局 600528 CH	推荐		RMB 13.22	0.32	0.46	0.64	0.81	41.9	28.5	20.6	16.3	5.0	4.6	4.1	3.5	
隧道股份 600820 CH	审慎推荐		RMB 14.88	0.32	0.53	0.63	0.75	46.8	28.2	23.7	19.7	3.0	2.8	2.6	2.3	

资料来源：中金公司研究部